A GRANDE DEPRESSÃO AMERICANA

Murray N. Rothbard

A GRANDE DEPRESSÃO AMERICANA

Tradução
Pedro Sette-Câmara

Instituto Rothbard

Para Joey,
o arcabouço indispensável

O Instituto Ludwig von Mises Brasil
dedica este volume à Roberto Fiori Chiocca,
fundador e diretor deste instituto.

Agradecimentos

Se o problema de 1929 há muito tempo interessa a mim e também à maior parte dos americanos, minha atenção começou a voltar-se especificamente para um estudo da Grande Depressão quando o senhor Leonard E. Read, presidente da Foundation for Economic Education [Fundação para o Ensino de Economia] pediu-me, alguns anos atrás, que preparasse um breve trabalho sobre o assunto. Assim, sou muito grato ao senhor Read por ter sido a vela de ignição do presente livro. Após escrever o artigo, deixei o assunto dormir por muitos anos, em meio a outros trabalhos mais urgentes. Àquela altura, diante do caloroso incentivo do senhor Richard C. Cornuelle, hoje na Foundation for Voluntary Welfare [Fundação para o Bem-Estar Voluntário], dei início à tarefa de expansão que resultou na presente obra, expansão essa tão ampla que poucos vestígios restaram do rascunho original. Tenho uma dívida particular com a Earhart Foundation, pois sem sua ajuda este estudo jamais teria sido redigido.

Minha dívida suprema é com o professor Ludwig von Mises, cuja teoria monumental dos ciclos econômicos usei para explicar as causas da depressão de 1929, que de outro modo permaneceria misteriosa. De todas as notáveis contribuições do professor Mises à ciência econômica, sua teoria dos ciclos econômicos é certamente uma das mais significativas. Não é exagero dizer que qualquer estudo dos ciclos econômicos que não se baseie em sua fundamentação teórica está fadado a ser um empreitada infrutífera.

Obviamente, a responsabilidade por esta obra é inteiramente minha.

Sumário

PRIMEIRA PARTE
A TEORIA DOS CICLOS ECONÔMICOS

SEGUNDA PARTE
O BOOM INFLACIONÁRIO: 1921–1929

TERCEIRA PARTE
A GRANDE DEPRESSÃO: 1929–1933

Preâmbulo à edição brasileira,

Ludwig von Mises certa vez disse que "A história só ensina àqueles que sabem como interpretá-la com base em teorias corretas". É isso que Murray N. Rothbard faz neste livro. Utilizando a teoria austríaca – a única dotada da metodologia capaz de explicar solidamente fatos econômicos históricos –, ele faz uma análise precisa dos acontecimentos que levaram à Grande Depressão e que fizeram com que ela se estendesse por mais de uma década.

Entender a Grande Depressão não é apenas uma curiosidade histórica, mas uma necessidade para todos aqueles que desejam não repetir os erros do passado e que almejam um mundo mais próspero e pacífico. Entender as reais causas da Grande Depressão americana é entender que o caminho para um cenário de maior estabilidade e de maior facilidade para a criação de riquezas é um cenário no qual não pode haver nenhum envolvimento entre estado e moeda, e nem entre estado e economia.

Tenho grande satisfação em ter podido contribuir para a edição deste livro em português e espero que, com os ensinamentos aqui dispostos, possamos finalmente aprender com a história. E aprender com a história significa descartar as teorias falhas e não mais repetir os erros que nos levaram e ainda levam a sofrer com os piores efeitos dos ciclos econômicos.

Aproveitem a leitura!

Roberto Fiori Chiocca
São Paulo, novembro de 2012

Introdução à quinta edição

O colapso de Wall Street de setembro e outubro de 1929 e a Grande Depressão que se seguiu a ele estão entre os mais importantes acontecimentos do século XX. Eles possibilitaram a Segunda Guerra Mundial, ainda que não a tivessem tornado inevitável, e, ao minar a confiança na eficácia do mercado e do sistema capitalista, ajudaram a explicar por que o comunismo soviético, sistema absurdamente ineficiente e assassino, sobreviveu por tanto tempo. De fato, seria possível afirmar que as derradeiras consequências emocionais e intelectuais da Grande Depressão só foram finalmente apagadas da mente da humanidade no fim da década de 1980, quando a alternativa coletivista soviética desfez-se em ruínas sem esperança, e o mundo inteiro aceitou que não havia substituto para o mercado.

Diante da importância desses acontecimentos, então, a incapacidade dos historiadores de explicar sua magnitude ou duração é um dos grandes mistérios da historiografia moderna. A queda de Wall Street em si não foi extraordinária de modo algum, para começar. Com a ajuda inflacionária dos banqueiros e do governo federal, a economia dos Estados Unidos vinha crescendo rapidamente desde o último declínio em 1920. Assim, já era hora, e mais do que hora, de um ajuste. De fato, a economia já tinha parado de crescer em junho, e era inevitável que essa mudança na economia real se refletisse na bolsa de valores.

A alta do mercado tinha efetivamente terminado em 3 de setembro de 1929, imediatamente após os operadores mais argutos terem voltado das férias e olhado atentamente os números que estavam por baixo. As altas posteriores não foram mais do que soluços numa tendência constante de queda. Na segunda-feira, 21 de outubro, pela primeira vez, a fita do teleimpressor não conseguiu mais acompanhar as notícias das quedas. Os pedidos de cobertura de posição haviam começado a ser feitos por telegrama no sábado anterior, e no começo da semana os especuladores começaram a perceber que poderiam perder suas economias e até suas casas. Na quinta, 24 de outubro, as ações sofreram uma queda vertical, porque ninguém comprava: os especuladores não tinham mais o que vender e não conseguiam fazer a cobertura adicional. Então veio a Terça-Feira Negra, 29 de outubro, e a primeira venda de ações fortes para tentar conseguir a liquidez de que se precisava tão desesperadamente.

Até aí tudo era explicável e poderia ter sido previsto com facilidade. Esse ajuste específico da bolsa de valores estava fadado a ser drástico por causa da especulação sem precedentes que as regras de Wall Street permitiam naquele momento. Em 1929, 1.548.707 clientes tinham contas nas 29

bolsas de valores americanas. Numa população de 120 milhões de pessoas, quase 30 milhões de famílias tinham uma associação ativa com a bolsa, e um milhão de investidores poderiam ser considerados especuladores. Além disso, desses, quase dois terços, ou 600 mil, estavam negociando na conta margem; isso é, estavam operando com fundos que não possuíam ou que não tinham como obter com facilidade.

O risco desse crescimento nas operações na conta margem foi agravado pela rápida expensão de fundos de investimento que marcou a última fase da alta do mercado. As ações costumavam ser valorizadas em dez vezes o valor dos rendimentos. Com o grande volume de operações na conta margem, os rendimentos das ações, de apenas 1% ou 2%, eram muito inferiores do que os juros de 8% ou 10% dos empréstimos usados para comprá-las. Isso significava que quaisquer lucros vinham exclusivamente de ganhos de capital. Assim, a Radio Corporation of America, que jamais havia pago qualquer dividendo, subiu de 85 para 410 pontos em 1928. Em 1929, algumas ações estavam sendo vendidas a 50 vezes o valor dos rendimentos. Um *boom* do mercado baseado integralmente em ganhos de capital não passa de uma forma de pirâmide. Ao fim de 1928, os novos fundos de investimento estavam chegado ao mercado à razão de um por dia, e praticamente todos seguiam o arquétipo de pirâmides invertidas. Eles tinham "alta alavancagem" – um termo novo em 1929 – graças a seus investimentos supostamente argutos, e garantiram um crescimento fenomenal da bolsa de valores com uma base muito pequena de crescimento real. Por exemplo, a United Founders Corporation tinha sido criada por uma falência com um investimento de US$ 500, e em 1929 seus recursos nominais declarados, que determinavam o preço de suas ações, eram de US$ 686.165.000,00. Outra empresa de investimentos tinha um valor de mercado de mais de um bilhão de dólares, mas seu principal ativo era uma companhia de luz que em 1921 valia apenas US$ 6 milhões. Esses fundos malucos, cujos ativos eram quase inteiramente compostos de papéis dúbios, deram ao *boom* uma superestrutura adicional de pura especulação, e, quando o mercado quebrou, a "alta alavancagem" funcionou ao contrário.

Por isso, o despertar do sonho seria necessariamente doloroso, e não surpreende que, ao fim do dia 24 de outubro, onze homens conhecidos de Wall Street haviam cometido suicídio. O pânico imediato arrefeceu em 13 de novembro, quando o índice de pontos havia caído de 452 para 224. Foi um grande ajuste, mas é preciso lembrar que, em dezembro de 1928, o índice estava em 245, somente 21 pontos a mais. Os declínios de negócios e da bolsa de valores servem propósitos econômicos essenciais. Eles têm de ser agudos, mas não precisam ser longos, porque se ajustam a si mesmos. Tudo que eles demandam do governo, da comunidade empresarial

e do público é paciência. A recessão de 1920 ajustou-se em um ano. Não havia razão para a recessão de 1929 ter demorado mais, porque a economia americana era fundamentalmente sólida. Se se permitisse que a recessão se ajustasse a si mesma, como ela teria feito ao fim de 1930, considerando as recessões anteriores, a confiança teria retornado e a queda mundial não precisaria jamais ter ocorrido.

Em vez disso, o mercado de ações se tornou um motor de destruição, levando a nação inteira à ruína e, em sua crista, o mundo. Em 8 de julho de 1932, o índice de tendências da indústria do New York Times[1] tinha caído de 224, ao fim do pânico inicial, para 58. A U.S. Steel, a maior e mais eficiente siderúrgica do mundo, que estava em 262 pontos antes de o mercado quebrar em 1929, agora estava em apenas 22. A General Motors, que já era um dos grupos industriais de maior sucesso e mais bem geridos do mundo, tinha caído de 73 para 8. Essas quedas calamitosas foram gradualmente refletidas na economia real. A produção da indústria, que estava em 114 em agosto de 1929, estava em 54 em março de 1933, uma queda de mais da metade, enquanto os bens duráveis caíram 77%, quase quatro quintos. O setor de construção caiu de US$ 8,7 bilhões em 1929 para US$ 1,4 bilhão em 1933.

No mesmo período, o desemprego cresceu de meros 3,2% para 24,9% em 1933, e 26,7% no ano seguinte. Houve um momento em que 34 milhões de homens, mulheres e crianças não tinham renda nenhuma, e essa cifra excluía as famílias rurais, que também sofreram um golpe duríssimo. As rendas urbanas desabaram, escolas e universidades fecharam ou faliram, e a subnutrição subiu 20%, algo que nunca havia acontecido antes na história dos Estados Unidos – nem nas épocas difíceis dos pioneiros.

Esse padrão se repetiu por todo o mundo industrial. Foi a pior queda da história humana, e a mais prolongada. De fato, não houve recuperação natural. A França, por exemplo, só recuperou um nível de produção industrial como o de 1929 na metade da década de 1950. A economia mundial, se foi efetivamente salva, foi salva pela guerra, ou por seus preparativos. A primeira grande economia a se revitalizar foi a alemã, que, com o advento do regime nazista de Hitler em janeiro de 1933, iniciou imediatamente um programa de rearmamento. Em um ano havia pleno emprego na Alemanha. Nenhuma das outras economias teve a mesma sorte. A Grã-Bretanha começou a rearmar-se em 1937, e a partir desse momento o desemprego caiu gradualmente, apesar de ainda estar em níveis historicamente altos quando a guerra estourou em 3 de setembro de 1939. Essa foi a data em

[1] N. do T.: "*New York Times* industrials" no original. Trata-se de um índice feito pelo jornal com 25 ações para verificar tendências na indústria americana.

que Wall Street, contando com lucrativas vendas de armas e a entrada dos Estados Unidos na guerra, finalmente retornou aos preços de 1929.

Trata-se de uma história horrenda, e não acho que historiador algum a tenha explicado satisfatoriamente. Por que foi tão profunda? Por que durou tanto? Até hoje não sabemos efetivamente. Mas o autor que, na minha opinião, chegou mais perto de oferecer uma análise satisfatória foi Murray N. Rothbard em *A grande depressão americana*. Por meio século, a explicação convencional e ortodoxa, dada por John Maynard Keynes e seus seguidores, era que o capitalismo era incapaz de salvar-se a si mesmo, e que o governo não fez o suficiente para salvar um sistema de mercado intelectualmente falido das consequências de seus próprios disparates. Essa análise foi parecendo cada vez menos convincente à medida que os anos passavam, sobretudo porque o próprio keynesianismo foi ficando desacreditado.

Nesse ínterim, Rothbard produziu, em 1963, sua própria explicação, que virou do avesso a explicação convencional. Ele defendia que a seriedade do *crash* de Wall Street não era devida à licenciosidade irrestrita de um sistema capitalista bandido, mas à insistência do governo em manter artificialmente o *boom* injetando crédito inflacionário. As ações continuaram a cair, e a economia real entrou em queda livre, não porque o governo interferiu pouco, mas porque interferiu demais. Rothbard foi o primeiro a afirmar, nesse contexto, que o espírito dos tempos na década de 1920, e ainda mais na de 1930, era de que o governo deveria planejar, intrometer-se, mandar e fazer sermão. Era a ressaca da Primeira Guerra Mundial, e o presidente Hoover, que havia adquirido fama no mundo inteiro durante a guerra gerenciando programas de assistência, e depois ocupou importantes posições na área econômica ao longo dos anos 1920, até instalar-se na própria Casa Branca em 1929, era um planejador, intrometido, mandão e fazedor de sermão nato.

O único departamento do governo federal americano que cresceu constantemente em cifras e em poder durante a década de 1920 foi o de Hoover, e ele constantemente instava os presidentes Harding e Coolidge a assumir um papel mais ativo no gerenciamento da economia. Coolidge, um verdadeiro minimalista do governo, havia reclamado: “Por seis anos esse homem veio me dar conselhos que eu não pedi – todos péssimos.” Quando Hoover finalmente assumiu a Casa Branca, ele seguiu seu próprio conselho, e fez dela um motor de interferência, primeiro injetando mais crédito numa economia já superaquecida e, depois, quando a bolha estourou, fazendo tudo que podia para organizar operações governamentais de resgate.

Graças às intuições de Rothbard, agora vemos que o período Hoover-Roosevelt foi na verdade um *continuum*, que a maioria das "inovações" do New Deal foram na verdade expansões ou intensificações das soluções de Hoover, ou pseudossoluções, e que o governo de Franklin Delano Roosevelt distinguiu-se do de Herbert Hoover em apenas dois aspectos relevantes – teve infinitamente mais sucesso em cuidar de suas relações públicas, e gastou muito mais dinheiro dos pagadores de impostos. E, segundo os argumentos de Rothbard, o efeito líquido do *continuum* Hoover-Roosevelt de políticas públicas foi piorar a crise e prolongá-la quase até o fim da década de 1930. A Grande Depressão foi uma falha do estado hiperativo, não do capitalismo.

Não estragarei o prazer do leitor me aprofundando ainda mais nos argumentos de Rothbard. Seu livro é um *tour de force* intelectual, por consistir, do começo ao fim, na sustentação de uma tese, a qual é apresentada com lógica implacável, exemplos abundantes e grande eloquência. Conheço poucos livros que tornem tão vívido o mundo da história econômica, e que contenham tantas lições convincentes, válidas ainda hoje. O livro é também uma rica mina de conhecimentos misteriosos e interessantes, e insto os leitores a explorar suas notas de rodapé, que contêm muitas citações deliciosas dos grandes e dos tolos daqueles dias de três quartos de século atrás. Não surpreende que o livro esteja chegando a mais uma edição. Ele superou bem a prova do tempo, até mesmo com certa graça, e sinto-me honrado por ter sido convidado a apresentá-lo a uma nova geração de leitores.

Paul Johnson
1999

Introdução à quarta edição

Parece haver um ciclo de novas edições deste livro. A segunda edição foi publicada em meio à recessão inflacionária de 1969–71, a terceira na grande depressão inflacionária de 1973–75. A economia agora atravessa outra depressão inflacionária pelo menos tão severa, e talvez até mais, do que a contração de 1973–75, que havia sido a pior desde a década de 1930.

A confusão e o desespero intelectual que observamos na introdução à terceira edição agora se intensificaram. Já se admite de maneira geral que o keynesianismo está intelectualmente falido, e assistimos ao espetáculo de keynesianos veteranos pedindo aumentos de impostos durante uma séria depressão, uma mudança de frente que poucas pessoas consideram digna de observar, e menos ainda de tentar explicar.

Parte da perplexidade geral se deve ao fato de que a forte depressão atual, a de 1981–83, veio logo depois da recessão de 1979–80, de modo que começa a parecer que a breve e incerta recuperação de 1980–81 pode ter sido não mais do que um interlúdio em meio à recessão crônica que já dura desde 1979. A produção vem se estagnando há anos, a indústria automotiva está em péssima forma, caixas de poupança vão à falência toda semana, e o desemprego está em seu ponto mais alto desde os anos 1930.

Uma característica notável da depressão de 1981–83 é que, ao contrário da de 1973–75, a política e o pensamento econômicos não tenderam para o planejamento coletivista, mas para supostas políticas de livre mercado. O governo Reagan começou com uma fanfarra de cortes supostamente drásticos no orçamento e nos impostos, todos levemente disfarçando maciços aumentos nos impostos e nos gastos, de modo que o presidente Reagan hoje preside os maiores déficits e os mais elevados orçamentos da história americana. Se os keynesianos e agora o governo Reagan pedem aumentos de impostos para diminuir o déficit, vemos o espetáculo igualmente bizarro de economistas liberais clássicos veteranos nos primeiros dias do mesmo governo desculpando-se, dizendo que os déficits do governo não são importantes. Se teoricamente é verdade que os déficits financiados pela venda de títulos ao público não são inflacionários, também é verdade que imensos déficits (a) exercem uma pressão política *enorme* sobre o Fed para que ele monetize a dívida; e (b) prejudicam gravemente as poupanças privadas deslocando os investimentos privados e canalizando-os para inutilidades governamentais que também vão forçar as gerações futuras a pagar mais impostos.

As características gêmeas da *Reaganomics* até agora foram imensos dé-

ficits e taxas de juros especialmente altas. Enquanto os déficits são muitas vezes inflacionários e sempre perniciosos, curá-los pelo aumento de impostos equivale a curar uma doença dando um tiro no paciente. Em primeiro lugar, politicamente os impostos mais altos simplesmente darão ao governo mais dinheiro para gastar, de modo que as despesas e portanto os déficits tenderão a subir ainda mais. O corte de impostos, por outro lado, pressiona fortemente o congresso e o executivo a cortar as despesas.

Mas, de modo mais direto, é absurdo afirmar que um imposto é melhor do ponto de vista do consumidor-pagador de impostos do que um preço mais alto. Se o preço de um produto sobe por causa da inflação, a situação do consumidor piora, mas pelo menos ele ainda pode desfrutar do produto. Porém, se o governo eleva os impostos para evitar aquela subida de preços, o consumidor não está ganhando nada em troca disso. Ele simplesmente perde seu dinheiro, e a única coisa de que pode desfrutar em troca dele são ordens das autoridades que foi forçado a subsidiar. Tudo o mais constante, uma subida de preços é sempre preferível a um imposto.

Finalmente, como observamos neste livro, a inflação não é causada por déficits, mas pelo aumento da oferta monetária pelo Federal Reserve. Assim, é altamente provável que impostos mais altos não tenham qualquer efeito na inflação.

Os déficits devem portanto ser eliminados, mas somente por meio do corte de gastos do governo. Se os impostos e os gastos do governo forem reduzidos ao mesmo tempo, então o resultado salutar será a diminuição do fardo parasita dos impostos e dos gastos governamentais sobre as atividades produtivas do setor privado.

Isso nos traz a um novo ponto de vista econômico que surgiu após a última edição deste livro – a “escola *supply-side* de economia” – e sua variante extrema, a Curva de Laffer. Na medida em que os *supply-siders* afirmam que as reduções de impostos estimularão o trabalho, a poupança e a produtividade, estão apenas ressaltando verdades há muito conhecidas dos economistas austríacos. Mas um problema é que os *supply-siders*, ao mesmo tempo em que pedem grandes cortes no imposto de renda, defendem a manutenção do nível atual de despesas do governo, de modo que o ônus de transferir recursos de gastos privados produtivos para desperdícios governamentais continuará.

A variante de Laffer do *supply-side* acrescenta a ideia de que um declínio nas *taxas* de imposto de renda aumentará tanto a arrecadação advinda da produção e da renda maiores que o orçamento permanecerá equilibrado. Entre os lafferistas, porém, pouco se discute o quanto esse processo

deve levar, e não há qualquer evidência de que a renda vá aumentar o suficiente para equilibrar o orçamento, ou simplesmente aumentar. Se, por exemplo, o governo agora aumentasse as alíquotas do imposto de renda em 30%, alguém realmente acredita que a arrecadação total fosse *cair*?

Outro problema é que é preciso perguntar por que o objetivo prioritário da política fiscal deveria ser maximizar a arrecadação. Um objetivo muito mais saudável seria *minimizar* a arrecadação e os recursos sugados pelo setor público.

De qualquer modo, a Curva de Laffer praticamente nem foi testada pelo governo Reagan, já que os tão alardeados cortes de impostos, além de terem sido truncados e reduzidos em relação ao plano Reagan original, foram mais do que contrabalançadas por um aumento programado nos impostos da previdência social e pelo *bracket creep*. O *bracket creep* surge quando a inflação leva as pessoas para alíquotas nominais mais altas (mas não *realmente* mais altas) de imposto de renda, em que o imposto de renda que elas pagam sobe automaticamente.

De modo geral, concorda-se que a recuperação da atual depressão ainda não veio porque as taxas de juros permaneceram altas, apesar da queda na taxa de inflação causada pela depressão. Os friedmanistas decretaram que as taxas de juros "reais" (as taxas nominais menos a taxa de inflação) sempre ficam por volta de 3%. Quando a inflação caiu agudamente, portanto, de 12% para 5% ou menos, os monetaristas previram com confiança que as taxas de juros iriam cair drasticamente, estimulando uma recuperação cíclica. Contudo, as taxas de juros reais persistiram num patamar muito maior do que 3%. Como explicar isso?

A resposta é que as expectativas são puramente subjetivas, e não podem ser capturadas pelo uso mecânico de tabelas e de regressões. Após diversas décadas de inflação contínua e cada vez mais forte, o povo americano acostumou-se a esperar ainda mais inflação crônica. Períodos de alívio durante depressões profundas, a propaganda e o equilibrismo governamental não conseguem mais inverter essas expectativas. Enquanto persistirem as expectativas inflacionárias, a inflação esperada, incorporada às taxas de juros, permanecerá alta, e as taxas de juros não vão cair por nenhum período considerável de tempo.

Claro que o governo Reagan sabia que as expectativas inflacionárias tinham de ser investidas, mas seu erro de cálculo foi basear-se na propaganda sem substância. De fato, todo o programa da *Reaganomics* pode ser considerado um espetáculo cujo tema são impostos e gastos, por trás do qual os monetaristas, no controle do Fed e do Tesouro, supostamente iriam pouco a pouco

reduzindo a taxa de expansão monetária. O espetáculo serviria para inverter as expectativas inflacionárias; o gradualismo eliminaria a inflação sem forçar a economia a sofrer as dores de uma recessão ou de uma depressão. Os friedmanistas nunca compreenderam a intuição austríaca de que a recessão é necessária para liquidar os investimentos insustentáveis do *boom* inflacionário. O resultado é que a tentativa do gradualismo friedmanista de fazer o ajuste fino da economia para que ela caminhasse para uma desinflação sem recessão seguiu pelo mesmo caminho do ajuste fino keynesiano, que os monetaristas haviam criticado por décadas. O ajuste fino friedmanista nos trouxe uma "desinflação" temporária acompanhada de outra grave depressão.

Assim, o monetarismo perdeu uma oportunidade. O corte do Fed na taxa de expansão monetária foi forte o bastante para precipitar a inevitável recessão, mas fraco demais, gradual demais para acabar com a inflação de uma vez por todas. Em vez de uma recessão forte mas curta que liquidasse os mal-investimentos do *boom* anterior, agora temos uma depressão crônica duradoura associada a uma estagnação contínua e dolorosa da produtividade e do crescimento econômico. O gradualismo pusilânime nos trouxe o pior de dois mundos: inflação contínua e recessão forte, desemprego alto e estagnação crônica.

Uma das razões da recessão e da estagnação crônicas é que o mercado *aprende*. As expectativas inflacionárias constituem uma resposta aprendida após décadas de inflação, e elas colocam ágio nas taxas de juro puras para compensar a inflação. O resultado é que o método consagrado pelo tempo de diminuir as taxas de juros – a expansão pelo Fed da oferta de moeda e de crédito – não pode funcionar por muito tempo porque isso simplesmente elevaria as expectativas inflacionárias e as taxas de juros em vez de reduzi-las. Chegamos ao ponto em que *tudo* que o governo faz é contraproducente; a conclusão, é claro, é que o governo não deveria fazer nada, isso é, deveria retirar-se rapidamente do cenário monetário e econômico e deixar que a liberdade e os mercados livres façam seu trabalho.

Além disso, é tarde demais para o gradualismo. A única solução foi exposta por F. A. Hayek, decano da Escola Austríaca, em sua crítica ao gradualismo igualmente desastroso do governo Thatcher na Grã-Bretanha. A única maneira de sair da bagunça atual é "pisar fundo no freio", parar a inflação monetária nos trilhos. Assim, a inevitável recessão será dura, mas breve e rápida, e o livre mercado, assumindo a direção, retornará, tendo uma recuperação genuína num período impressionantemente breve. Somente um pisar fundo nos freios, drástico, que tenha credibilidade, pode efetivamente inverter as expectativas inflacionárias do povo americano. Mas o público, sabiamente, não confia mais no Fed nem no governo federal. Para que uma pisada no freio realmente tenha credibilidade, é preciso que haja uma cirurgia radical nas instituições monetárias ameri-

canas, uma cirurgia similar em escopo à criação do *rentenmark* na Alemanha, que finalmente acabou com a inflação descontrolada de 1923. Um passo importante seria desnacionalizar o dólar fiduciário de curso forçado e retornar a um dólar que corresponda a uma unidade de peso em ouro. Uma política que se seguiria a essa proibiria o Federal Reserve de reduzir o mínimo de reservas exigido por lei ou de jamais voltar a adquirir ativos; melhor ainda, o Federal Reserve System deveria ser abolido, e o governo, por fim, totalmente separado da oferta monetária.

De todo modo, não há qualquer sinal de uma política assim no horizonte. Após um breve flerte com o ouro, a Gold Commission [Comissão do Ouro], cheia de friedmanistas pró-moeda fiduciária e de seus cúmplices keynesianos, rejeitou o ouro, como se podia esperar, por uma margem avassaladora. A *Reaganomics* – uma mistura de monetarismo e de keynesianismo fiscal embrulhada numa retórica de liberalismo clássico e de economia *supply-side* – não vai de jeito nenhum resolver o problema da depressão inflacionária ou do ciclo econômico.

Mas se a *Reagonomics* está fadada a ser um fiasco, o que é provável que aconteça? Será que vamos enfrentar uma reprise, como muitas vozes preveem cada vez mais, da Grande Depressão da década de 1930? Certamente há muitos sinais e paralelos funestos. O fato de que a *Reaganomics* não consegue reduzir as taxas de juros por muito tempo coloca um freio no mercado de ações, que sofre de problemas crônicos desde meados da década de 1960 e está em forma cada vez pior. O mercado de títulos já está a caminho do colapso. O mercado imobiliário enfim parou bruscamente por causa das altas taxas das hipotecas, e a mesma coisa aconteceu com muitos itens de coleção. O desemprego sobe cronicamente a cada década, e agora está no ponto mais alto desde a Grande Depressão, sem sinais de que vá melhorar. O *boom* inflacionário das três décadas posteriores à Segunda Guerra Mundial, cada vez mais acelerado, criou um peso de investimentos insustentáveis para a economia, e com ele uma opressora pilha de dívidas: dos consumidores, dos proprietários de imóveis, das empresas e de dívidas com o estrangeiro. Nas últimas décadas, as empresas na verdade confiaram na inflação para liquidar a dívida, mas se a "desinflação" (a diminuição da inflação em 1981 e pelo menos na primeira metade de 1982) continuar, o que acontecerá com a dívida? Cada vez mais, as respostas serão falências e uma depressão ainda pior. A taxa de falências já é a maior desde a Grande Depressão da década de 1930. As caixas de poupança presas entre altas taxas de juros a pagar aos depositantes e taxas baixas a receber de hipotecas de longo prazo vão cada vez mais ir à falência ou ser forçadas a fusões quase em estado de falência com outras instituições, as quais serão empurradas ainda mais para baixo pelo peso dos novos ônus. Até mesmo os bancos comerciais, protegidos pela rede de segurança do

FDIC [Federal Deposit Insurance Corporation, agência responsável pela garantia dos depósitos bancários], estão começando a ir ralo abaixo, empurrados por seus empréstimos insustentáveis da última década.

As coisas ficam ainda piores do lado internacional. Durante o grande *boom* do crédito, os bancos americanos imprudentemente emprestaram dólares inflados para governos e instituições estrangeiras insolventes e altamente arriscados, especialmente nos governos comunistas e no Terceiro Mundo. O *Depository Control Act* [Lei de Controle Depositário] de 1980, que o governo Reagan não dá qualquer sinal de que vá derrubar, permite que o Federal Reserve compre quantidades ilimitadas de moeda estrangeira (ou quaisquer outros ativos) ou que diminua para zero as reservas mínimas exigidas. Em outras palavras, ele prepara o cenário para que o Fed infle ilimitadamente a moeda e o crédito. O auxílio ao governo polonês, e a recusa por parte dos Estados Unidos a declará-lo falido, de modo que o pagador de impostos americano (ou proprietário de dólares) possa pagar a conta indefinidamente, é uma sinistra profecia para o futuro. Somente uma inflação maciça poderá conseguir auxiliar os devedores estrangeiros e os bancos credores americanos.

Como o gradualismo friedmanista não permitirá que uma recessão suficientemente aguda limpe a dívida, isso significa que a economia americana cada vez mais se deparará com duas alternativas: *ou* uma depressão ao estilo de 1929, maciçamente deflacionária, que limpe a dívida, *ou* um auxílio inflacionário maciço por parte do Federal Reserve. Com ou sem o discurso da moeda forte, a timidez e a confusão da *Reaganomics* deixa bem claro que sua escolha será: maciça inflação de dinheiro e crédito, e por isso a retomada de uma inflação de dois dígitos ou talvez mais, o que fará com que as taxas de juros subam ainda mais, impedindo a recuperação. Pode-se esperar que um governo Democrata vá inflacionar com ainda mais entusiasmo. Podemos aguardar, então, não exatamente uma depressão como a de 1929, mas uma depressão inflacionária de vastas proporções. Até lá, o programa austríaco de moeda forte, padrão ouro, abolição do Fed e *laissez-faire*, terá sido rejeitado por todos: economistas, políticos e o público leigo, que o considerarão severo demais, draconiano. Mas as políticas austríacas são confortáveis e moderadas diante do inferno econômico de inflação permanente, estagnação, alto desemprego e depressão inflacionário em que os keynesianos e os friedmanistas neokeynesianos nos colocaram. Talvez esse holocausto econômico presente e futuro vá fazer com que o povo americano se afaste de panaceias fracassadas e considere a análise e as conclusões políticas da Escola Austríaca.

Murray N. Rothbard
Stanford, Califórnia
Setembro de 1982

Introdução à terceira edição

Os Estados Unidos atualmente passam por uma depressão inflacionária em larga escala. A recessão inflacionário de 1969–71 foi rapidamente sucedida por uma depressão muito mais inflacionária, que começou por volta de novembro de 1973, e que resvalou numa séria depressão por volta do outono de 1974. Desde aquela época, a produção física decaiu de maneira constante e substancial, e a taxa de desemprego aumentou para cerca de 10%, e até mais do que isso em importantes áreas industriais. A tentativa desesperada do *establishment* político-econômico de passar um verniz de otimismo na pior depressão desde a década de 1930 baseia-se em dois argumentos: (a) a inadequação das estatísticas de desemprego, e (b) o fato de que as coisas estavam muito piores na depressão que veio depois de 1929. O primeiro argumento é verdadeiro, mas irrelevante; não importando o quão falhas sejam as estatísticas, a rápida e aguda subida na taxa de desemprego, de menos de 6% para 10% em apenas um ano (de 1974 a 1975) é em si uma história macabra. É verdade que a economia estava pior ainda na década de 1930, mas aquela foi a mais profunda depressão na história americana; agora estamos numa depressão que certamente nada tem de branda comparada a qualquer coisa anterior a 1929.

A atual depressão inflacionária revelou cruamente aos economistas do país que suas queridas teorias – adotadas e aplicadas desde a década de 1930 – são fundamental e tragicamente incorretas. Por quarenta anos nos disseram, nos livros-texto, nas revistas acadêmicas econômicas e nos pronunciamentos dos conselheiros econômicos do governo, que o governo possui os instrumentos para facilmente abolir a inflação ou a recessão. Disseram-nos que, equilibrando as políticas fiscal e monetária, o governo é capaz de "fazer o ajuste fino" da economia e abolir o ciclo econômico, garantindo uma prosperidade permanente e sem inflação. Essencialmente – e sem o jargão, sem as equações e sem os gráficos – o *establishment* econômico afirmou durante todo esse período que, se parecer que a economia está entrando em recessão, o governo só precisa pisar no acelerador fiscal e monetário – injetando dinheiro e gastos na economia – para eliminar a recessão. E, pelo contrário, se a economia estiver ficando inflacionária, tudo que o governo precisa fazer é pisar no freio fiscal e monetário – tirar dinheiro e gastos da economia – para eliminar a inflação. Desse modo, os planejadores econômicos do governo seriam capazes de conduzir a economia por um curso preciso e cuidadoso entre os males opostos do desemprego e da recessão de um lado, e da inflação do outro. Mas o que o governo pode fazer, o que nos diz a teoria convencional, se a economia está sofrendo uma forte inflação *e* uma grave

depressão *ao mesmo tempo*? Será que o nosso motorista autonomeado, o Governão, pode pisar no acelerador e no freio exatamente no mesmo instante?

Diante da cruel destruição de todos os seus planos e esperanças, cercados pelos destroços de suas teorias falaciosas, os economistas do país foram mergulhados na confusão e no desespero. Simplesmente eles não têm a menor ideia do que fazer agora, ou sequer de como explicar a atual confusão econômica. Na ação, tudo que eles podem fazer é alternar freio e acelerador com rapidez impressionante, na esperança de que algo venha a funcionar (por exemplo, o presidente Ford pedindo o aumento do imposto de renda no outono de 1974 e, poucos meses depois, pedindo a diminuição do imposto de renda). A teoria econômica convencional faliu: além disso, como os cursos de ciclos econômicos foram trocados há uma geração por cursos de "macroeconomia" nas escolas de pós-graduação do país inteiro, os economistas agora têm de enfrentar a cruel percepção de que os ciclos econômicos existem *sim*, ao mesmo tempo em que não possuem os instrumentos necessários para compreendê-los. Alguns economistas, líderes sindicais e empresários, tendo perdido qualquer esperança em relação à economia de livre mercado, começaram efetivamente a conclamar a uma mudança radical para uma economia coletivizada nos Estados Unidos (com destaque para o Initiative Committee for National Economic Planning [Comitê de Iniciativa para o Planejamento Econômico Nacional], que inclui economistas como Wassily Leontief, líderes sindicais como Leonard Woodcock, e líderes empresariais como Henry Ford II).

Em meio ao miasma e ao desespero, existe uma escola de pensamento econômico que previu a confusão atual, que tem uma teoria convincente para explicá-la, e que oferece um jeito de sair desses apuros – uma saída, aliás, que, longe de pôr de lado a livre iniciativa em prol do planejamento coletivista, defende a restauração de um sistema de pura livre iniciativa, que foi aleijado por décadas de intervenção governamental. Essa escola de pensamento é a teoria "austríaca" apresentada neste livro. A perspectiva austríaca afirma que a inflação persistente é causada por aumentos contínuos e crônicos da oferta monetária, engendrada pelo governo federal. Desde a começo do Federal Reserve System em 1913, a oferta de moeda e de crédito bancário nos Estados Unidos está completamente sob o controle do governo federal, controle esse que foi aumentado ainda mais quando os Estados Unidos aboliram o padrão ouro doméstico em 1933, e depois o padrão dólar-ouro nas transações com o estrangeiro em 1968 e totalmente em 1971. Com o abandono do padrão ouro, não há necessidade de que o Federal Reserve ou os bancos controlados por ele troquem dólares por ouro, e assim o Fed pode expandir a oferta de dólares em papel ou bancários como quiser. Quanto mais ele expande, mais os preços tendem a

acelerar para cima, deslocando a economia e trazendo o empobrecimento àquelas pessoas cujas rendas ficam atrás na corrida inflacionária.

A teoria austríaca também mostra que a inflação não é a única consequência infeliz da expansão governamental da oferta de dinheiro e de crédito. Essa expansão distorce a estrutura do investimento e da produção, levando a investimentos excessivos em projetos insustentáveis nas indústrias de bens de capital. Essa distorção se reflete no conhecido fato de que, em todo período de *boom*, os preços dos bens de capital sobem mais do que os preços dos bens de consumo. Os períodos de recessão do ciclo econômico tornam-se então inevitáveis, porque a recessão é o processo corretivo necessário por meio do qual o mercado liquida os investimentos insustentáveis do *boom* e redireciona os recursos das indústrias de bens de capital para as indústrias de bens de consumo. Quanto mais durarem as distorções inflacionárias, piores serão os ajustes recessivos. Durante a recessão, a transferência de recursos acontece por meio de uma queda dos preços dos bens de capital em relação aos preços dos bens de consumo. Durante a depressão de 1974–1975, vimos isso ocorrer: os preços das matérias primas industriais caíram de maneira rápida e substancial, os preços do atacado permaneceram no mesmo nível ou caíram um pouco, mas os preços dos bens de consumo ainda subiram rapidamente – em suma, a depressão inflacionária.

O que, então, deveria fazer o governo se a teoria austríaca é a correta? Em primeiro lugar, ele pode curar a inflação crônica e potencialmente descontrolada de um jeito: *parando de inflacionar*: parando a sua própria expansão da oferta monetária, causada pela manipulação do Federal Reserve, que diminui as reservas mínimas exigidas por lei ou compra ativos no mercado aberto. A culpa da inflação não está no "monopólio" comercial, nem na agitação sindical, nem nos chutes dos especuladores, nem na "ganância" dos consumidores; a culpa está nas operações de falsificação legalizadas que o próprio governo faz. Afinal, o governo é a única instituição que tem o poder de falsificar – de criar moeda nova. Enquanto ele continuar a usar esse poder, continuaremos a sofrer a inflação, até o ponto em que uma inflação descontrolada destrua completamente a moeda. No mínimo, temos de exigir que o governo pare de usar esse poder de inflacionar. Mas, como todo poder possuído será usado e abusado, um método muito mais eficaz de acabar com a inflação seria tirar completamente do governo o poder de falsificar, ou aprovando uma lei que proíba o Fed de comprar novos ativos e de reduzir as reservas mínimas, ou, mais fundamentalmente, abolindo integralmente o Federal Reserve System. Vivemos sem esse sistema de banco central antes de 1913, e com inflações e depressões muito menos violentas. Outra reforma vital seria a volta ao padrão ouro – a uma moeda baseada em uma *commodity* produzida não

pelas máquinas impressoras do governo, mas pelo próprio mercado. Em 1933, o governo federal tomou e confiscou o ouro da população sob o disfarce de uma medida emergencial temporária; a emergência já acabou há quarenta anos, mas o ouro da população continua fora de nosso alcance em Fort Knox.

No que diz respeito a evitar depressões, o remédio é simples: novamente, evitar inflações acabando com o poder do Fed de inflacionar. Se estamos numa depressão, como sabemos, a única maneira correta de agir é evitar a interferência governamental na depressão, permitindo assim que o ajuste da depressão se complete tão rápido quanto possível, restaurando um sistema econômico saudável e próspero. Antes das maciças intervenções governamentais da década de 1930, todas as recessões duravam pouco. A grave depressão de 1921 acabou tão rápido, por exemplo, que Hoover, secretário de comércio, apesar de suas inclinações intervencionistas, não conseguiu convencer o presidente Harding a intervir rápido o suficiente; quando Harding foi persuadido a intervir, a depressão já tinha acabado, e a prosperidade já tinha chegado. Quando veio a quebra da Bolsa em outubro de 1929, Herbert Hoover, agora presidente, interveio com tanta rapidez e tanta força que o processo de ajuste do mercado foi paralisado, e as políticas do New Deal de Hoover e de Roosevelt conseguiram produzir uma depressão permanente e maciça, dos quais só fomos resgatados pelo começo da Segunda Guerra Mundial. Somente o *laissez-faire* – uma estrita política de não-intervenção por parte do governo – pode garantir uma recuperação rápida em qualquer crise de depressão.

Assim, nesta época de confusão e de desespero, a Escola Austríaca nos oferece tanto uma explicação quanto uma receita para nossos males atuais. A receita é tão radical quanto a ideia de descartar integralmente a economia livre e passar a um sistema totalitário e inviável de planejamento econômico coletivista – e talvez ainda mais impalatável politicamente do que essa. A receita austríaca é precisamente o oposto: só podemos superar a crise atual e futura pondo um fim à intervenção e ao controle governamental da oferta monetária, e também à interferência em qualquer processo de ajuste recessivo. Em épocas de colapso, reformas meramente cosméticas não bastam; temos de dar um passo radical e tirar o governo do cenário econômico, de separar totalmente o governo da oferta monetária e da economia, e de progredir na direção de uma economia de livre mercado e de livre iniciativa que seja verdadeiramente desimpedida.

Murray N. Rothbard
Palo Alto, Califórnia
Maio de 1975

Introdução à segunda edição

Nos anos que se passaram desde a publicação da primeira edição, o ciclo econômico ressurgiu na consciência dos economistas. Durante a década de 1960, novamente nos prometeram, como na Nova Era da década de 1920, que o ciclo econômico seria abolido pelas políticas governamentais keynesianas e por outras políticas sofisticadas. A recessão forte e evidente que começou por volta de novembro de 1969, e da qual, no momento em que escrevo, ainda não nos recuperamos, foi uma lembrança dura, ainda que salutar, de que o ciclo ainda está muito vivo.

Um traço da recessão atual que foi particularmente desagradável e surpreendente é o fato de que os preços dos bens de consumo continuaram a subir de maneira acentuada durante a recessão. No ciclo clássico, os preços caem durante as recessões ou depressões, e esse declínio de preços é a única vantagem bem-vinda que o consumidor pode colher nesse períodos de pessimismo generalizado. Na recessão atual, porém, até essa vantagem desapareceu, e assim o consumidor sofre uma combinação das piores características da recessão e da inflação.

Nem a escola keynesiana oficial, nem as escolas "monetaristas" contemporâneas previram o fenômeno da "recessão inflacionária", nem conseguem explicá-lo satisfatoriamente. Contudo, a teoria "austríaca" contida neste livro não só explica essa ocorrência, como demonstra que essa é a tendência geral e universal das recessões. A essência da recessão, como demonstra a teoria austríaca, é um reajuste que a economia faz para liquidar as distorções impostas pelo *boom* – particularmente a expansão demasiada das ordens "superiores" dos bens de capital e do sub-investimento em indústrias de bens de consumo. Uma das maneiras como o mercado redireciona os recursos dos bens de capital para a esfera dos bens de consumo é a relativa queda de preços na primeira categoria acompanhada de sua relativa subida na segunda. As falências e as relativas contrações de preços e de salários nas ordens superiores do capital, infladas e mal-investidas, redirecionarão recursos de terra, de trabalho e de capital para os bens de consumo, e com isso reestabelecerão a eficiência nas respostas às demandas do consumidor que é a condição normal de uma economia de mercado desimpedida.

Em suma, os preços dos bens de consumo sempre tendem a subir em relação aos preços dos bens de produção durante as recessões. A razão de esse fenômeno não ter sido notado antes é que, nas recessões anteriores, os preços *caíram de modo geral*. Se, por exemplo, os preços dos bens de consumo caem 10% e, digamos, os preços de cimento caem 20%, ninguém se pre-

ocupa com uma “inflação” durante a recessão; mas, na verdade, também nesse caso os preços dos bens de consumo subiram *relativamente* aos preços de bens de produção. Os preços em geral caíram durante as recessões porque a deflação monetária e bancária costumava ser um traço invariável das contrações econômicas. Mas, nas décadas mais recentes, a deflação monetária foi severamente impedida pela expansão governamental do crédito e das reservas bancárias, e o fenômeno de um *declínio* efetivo da oferta monetária tornou-se, na melhor das hipóteses, uma memória distante. O resultado da abolição governamental da deflação, porém, é que os preços em geral não caem mais, mesmo nas recessões. Por conseguinte, o ajuste entre bens de consumo e bens de capital que deve acontecer durante as recessões agora tem de ocorrer sem o misericordioso véu da deflação. Por isso, os preços dos bens de consumo ainda sobem relativamente, mas agora, sem a deflação geral, eles também precisam subir de maneira absoluta e visível. A política governamental de interferir para impedir a deflação monetária, portanto, privou o público de uma grande vantagem das recessões: uma queda no custo de vida. A intervenção governamental contra a deflação nos trouxe o indesejável fenômeno da recessão inflacionária.

Junto com a renovada ênfase nos ciclos econômicos, o fim da década de 1960 testemunhou a emergência da escola “monetarista” de Chicago, liderada por Milton Friedman, importante competidora da ênfase keynesiana em políticas fiscais compensatórias. Se a abordagem de Chicago traz um bem-vindo retorno à ênfase pré-keynesiana no papel crucial da moeda nos ciclos econômicos, ela essencialmente não passa de uma recrudescência da teoria “puramente monetária” defendida por Irving Fisher e Sir Ralph Hawtrey durante as décadas de 1910 e de 1920. À maneira dos economistas clássicos ingleses do século XIX, os monetaristas separam rigidamente o “nível de preços” do movimento dos preços individuais; as forças monetárias supostamente determinam o primeiro enquanto a oferta e a demanda por bens específicos determinam o segundo. Por isso, para os monetaristas, as forças monetárias não têm impacto significativo ou sistemático no comportamento dos preços relativos ou na distorção da estrutura de produção. Assim, enquanto os monetaristas veem que um aumento da oferta de dinheiro e de crédito tenderá a elevar o nível geral de preços, eles ignoram o fato de que desse modo é necessária uma recessão para eliminar as distorções e os investimentos insustentáveis do *boom* anterior. Por conseguinte, os monetaristas não possuem uma teoria causal do ciclo econômico; cada fase do ciclo torna-se um evento sem relação com a fase seguinte.

Além disso, como no caso de Fisher e Hawtrey, os monetaristas de hoje têm como ideal ético e econômico a manutenção de um nível de preços estável e constante. A essência do ciclo estaria na subida e na queda – nos

movimentos – do nível de preços. Como esse nível é determinado pelas forças monetárias, os monetaristas sustentam que, se as políticas governamentais mantiverem constante o nível de preços, o ciclo econômico desaparecerá. Friedman, por exemplo, em seu *A Monetary History of the United States, 1867–1960* [*Uma história monetária dos Estados Unidos, 1867–1960*] (1963), emula seus mentores e elogia Benjamin Strong por ter mantido estável o nível de preços no atacado durante a década de 1920. Para os monetaristas, a inflação do dinheiro e do crédito bancário engendrada por Strong não teve efeitos negativos, não levou a um ciclo de expansão e recessão; pelo contrário, a Grande Depressão foi causada pela política monetária austera que se seguiu à morte de Strong. Assim, enquanto os monetaristas da escola Fisher-Chicago e os austríacos concentram-se ambos no papel vital da moeda na Grande Depressão e em outros ciclos econômicos, as ênfases causais e as conclusões para efeito de políticas são diametralmente opostas. Para os austríacos, a inflação monetária da década de 1920 preparou o cenário inevitável para a depressão, uma depressão que foi ainda mais agravada pelos esforços do Federal Reserve para inflacionar ainda mais durante a década de 1930 (e mantida por investimentos insustentáveis). A escola de Chicago, por outro lado, não enxergando quaisquer fatores causais a gerar a recessão a partir do *boom* anterior, louva a política da década de 1920 por manter estável o nível de preços e creem que a depressão poderia ter sido rapidamente curada se o Federal Reserve tivesse inflado muito mais intensivamente durante a depressão.

A tendência de longo prazo da economia de livre mercado, desimpedida pela expansão monetária, é um nível de preços em queda sutil, caindo à medida que a produtividade e a vazão de bens e de serviços crescem continuamente. A política austríaca de evitar em todo momento a inflação monetária permitiria que essa tendência do livre mercado assumisse a liderança e assim removesse as perturbações do ciclo econômico. O objetivo de Chicago de um nível de preços constante, que só pode ser obtido por meio de uma contínua expansão da moeda e do crédito, iria, como na década de 1920, involuntariamente gerar o ciclo de *boom* e recessão que se mostrou tão destrutivo nos dois séculos anteriores.

Murray N. Rothbard
New York, NY
Julho de 1971

Introdução à primeira edição

O ano de 1929 permanece o grande trauma americano. O impacto de seu choque no pensamento americano é enorme. As razões do choque parecem claras. De modo geral, as depressões duram um ano ou dois; os preços e o crédito sofrem contrações agudas; as posições insustentáveis são liquidadas, o desemprego cresce temporariamente, e em seguida vem uma recuperação rápida. A experiência de 1920–21 repetiu um padrão já conhecido, não apenas de recessões praticamente imperceptíveis como as de 1899–1900 e de 1910–1912, mas também de casos mais sérios, ainda que breves, como as de 1907–1908 e de 1819–1821.[1] Contudo, a Grande Depressão iniciada em 1929 efetivamente durou onze anos.

Além de ter durado longamente, a depressão de 1929 ficou gravada na alma americana por seu forte e contínuo desemprego. Se a intensidade da queda nos preços e da contração monetária não era inteiramente inédita, a intensidade e a duração do desemprego era nova e chocante. A proporção da força de trabalho americana que ficava desempregada raramente atingia os 10% nos piores pontos das depressões anteriores, mas passou de 20% em 1931, e ficou acima de 15% até o começo da Segunda Guerra Mundial.

Se usarmos os métodos comumente aceitos de datação e de metodologia dos ciclos econômicos do National Bureau of Economic Research [Departamento Nacional de Pesquisa Econômica], seguiremos um mau caminho no estudo e na interpretação da depressão. Infelizmente, logo o Bureau transferiu sua ênfase do estudo de períodos qualitativamente importantes de "prosperidade" e de "depressão" para os de mera "expansão" e "contração". Em seus métodos de datação, ele escolhe um mês como alta ou baixa, e a partir disso divide todos os períodos históricos em expansões e contrações, reunindo-os como unidades em suas médias, independentemente de importância ou seriedade. Assim, a longa expansão da década de 1920 passa praticamente despercebida pelo Bureau – que em vez dela destaca as recessões quase imperceptíveis de 1923 e de 1926. Além disso, podemos concordar com o Bureau – e com todos os demais observadores – que a Grande Depressão atingiu sua baixa em 1932–1933, mas não devemos permitir que uma metodologia artificial nos impeça de perceber que a "expansão" de 1933–1937 aconteceu *dentro* de uma depressão contínua. Quando o desemprego permanece acima de 15%, é tolice referir o período

[1] A depressão de 1873–1879 foi um caso diferente. Em primeiro lugar, foi uma recessão branda, e, em segundo, foi sobretudo um declínio de preços causado pela contração monetária devida ao retorno ao padrão-ouro anterior à Guerra Civil. Sobre a brandura dessa depressão, particularmente nas manufaturas, ver O. V. Wells, "The Depression of 1873–79", *Agricultural History* 11 (1937): 240.

de 1933–1937 como "prosperidade". Ele ainda é de depressão, ainda que um pouco menos intensa do que em 1933.[2]

O principal impacto da Grande Depressão no pensamento americano foi a aceitação universal de que a culpa era do "capitalismo liberal". A opinião comum – tanto entre economistas quanto entre leigos – sustenta que durante a década de 1920 prevaleceu um "capitalismo sem freios", e que a trágica depressão mostra que o velho *laissez-faire* já não funciona mais. Ele sempre trouxe depressão e instabilidade durante o século XIX; agora, porém, estava piorando e ficando absolutamente intolerável. O governo precisa entrar em cena para estabilizar a economia e ajustar os ciclos econômicos. Um vasto número de pessoas ainda hoje acha que o capitalismo está quase que permanentemente em julgamento. Se o aparato atual de gerenciamento monetário-fiscal e de estabilizadores não puder impedir que o capitalismo passe por outra depressão grave, esse grande grupo passará a ver no socialismo a resposta definitiva. Para eles, uma nova depressão seria a prova final de que nem um capitalismo reformado e esclarecido é capaz de prosperar.

Porém, diante de um exame mais detido, essa reação comum nada tem de auto-evidente. Ela se baseia, na verdade, num pressuposto que nunca foi provado – o pressuposto de que os ciclos econômicos em geral, e as depressões em particular, nascem das profundezas da economia capitalista de livre mercado. Se então presumirmos que os ciclos econômicos derivam do livre mercado – ou que é "endógeno" a ele – , então a reação comum parece plausível. Contudo, o pressuposto não passa de um mito, baseada não em provas, mas na mera fé. Karl Marx foi um dos primeiros a afirmar que as crises econômicas derivavam de processos de mercado. No século XX, quaisquer que sejam suas grandes diferenças positivas, quase todos os economistas – mitchellianos, keynesianos, marxistas etc. – adotam essa posição. As teorias com que explicam as causas do fenômeno podem ser conflitantes, ou, como os mitchellianos, não ter teoria nenhuma – mas todos estão convencidos de que os ciclos econômicos nascem das profundezas do sistema capitalista.

Porém, existe outra tradição de pensamento econômico, contrária àquelas, que hoje é reconhecida apenas por alguns economistas, e por praticamente ninguém entre os leigos. Ela afirma que os ciclos econômicos e as depressões derivam de perturbações geradas no mercado pela *intervenção monetária*. A teoria monetária afirma que a expansão do crédito e da moeda, iniciadas pelo sistema bancário, causa expansões e contrações.

[2] Mesmo considerada em si mesma, a fase de "contração" da depressão, de 1929 a 1933, foi peculiarmente longa e peculiarmente séria, especialmente por seu grau de desemprego.

Essa doutrina foi proposta pela primeira vez, de maneira rudimentar, pela Escola Monetária dos economistas clássicos ingleses no começo do século XIX, e foi plenamente desenvolvida por Ludwig von Mises e por seus seguidores no século XX. Apesar de muito difundida no começo do século XIX na Inglaterra e nos Estados Unidos, a tese da Escola Monetária foi lida fora da teoria dos ciclos econômicos e relegada a outro compartimento: a "teoria do comércio internacional". Hoje, a teoria monetária, quando reconhecida, é motivo de chacota, considerada simplista. E mesmo assim, nem a simplicidade nem a explicação por meio de uma única causa são em si defeitos, cientificamente falando; pelo contrário, tudo o mais constante, a ciência prefere a explicação mais simples à mais complicada. E a ciência está sempre procurando uma explicação "de causa única" para fenômenos complexos, e celebra quando é possível encontrá-la. Se uma teoria está errada, deve ser combatida só por seus deméritos; não se deve simplesmente acusá-la de ser monocausal ou de basear-se em causas externas ao livre mercado. Talvez, afinal, as causas sejam externas – exógenas – ao mercado! O único teste válido é o correto raciocínio teórico.

Este livro baseia-se firmemente na interpretação misesiana dos ciclos econômicos.[3] A primeira parte apresenta a teoria e rebate algumas visões contrárias de destaque. A teoria mesma é discutida de maneira relativamente breve, uma vez que sua explicação completa encontra-se disponível em outras obras. As implicações dessa teoria para as políticas governamentais também são desenvolvidas – implicações diretamente contrárias às perspectivas dominantes. A segunda e a terceira partes aplicam a teoria a fim de oferecer uma explicação das causas da depressão de 1929 nos Estados Unidos. Veja-se que não tenho qualquer pretensão de usar os fatos históricos para "testar" a veracidade da teoria. Afirmo, pelo contrário, que as teorias econômicas não podem ser "testadas" por fatos históricos e estatísticos. Os fatos históricos são complexos e não se prestam, como os fatos físicos controlados e isoláveis do laboratório científico, ser usados para testar a teoria. Sempre há muitos fatores causais influenciando-se uns aos outros e formando fatos históricos. Somente teorias causais *a priori* em relação a esses fatos podem ser usadas para isolar e identificar os feixes causais.[4] Por exemplo, suponhamos que o preço do zinco suba num certo período. Podemos perguntar: subiu por quê? Só podemos responder usando diversas teorias causais conhecidas antes da investigação. Assim, sabemos que o preço pode ter subido por causa de uma destas causas ou

[3] É preciso enfatizar que Ludwig von Mises não é de modo algum responsável por qualquer um dos conteúdos deste livro.

[4] Isso não pretende negar de modo algum que as premissas últimas da teoria econômica, como por exemplo o axioma fundamental da ação, ou da variedade de recursos, derivam da realidade experienciada. A teoria econômica, porém, é *a priori* em relação a todos os demais fatos históricos.

de alguma combinação delas: um aumento na demanda por zinco; uma redução em sua oferta; um aumento geral na oferta monetária e portanto na demanda monetária por todos os bens; uma redução na demanda monetária geral. Como sabemos qual teoria em particular se aplica a esses casos particulares? Somente olhando os fatos e vendo quais teorias podem ser aplicadas. Mas se uma teoria é *aplicável* ou não a um dado caso não tem qualquer relevância para sua veracidade ou falsidade enquanto teoria. Ela *nem confirma*, *nem refuta* a tese de que uma diminuição na oferta de zinco, *tudo o mais constante*, elevará seu preço, e então verifica que essa diminuição da oferta efetivamente aconteceu (ou não aconteceu) no período em questão. Assim, a tarefa do historiador econômico é fazer as aplicações relevantes da teoria com o arsenal que o teórico da economia lhe forneceu. O único *teste* de uma teoria é a correção de suas premissas e da cadeia lógica de raciocínio.[5]

A escola atualmente dominante de metodologistas econômicos – os positivistas – está sempre disposta, imitando os cientistas físicos, a usar premissas falsas desde que as conclusões se mostrem sólidas nos testes. Por outro lado, os institucionalistas, eternamente em busca de mais e mais fatos, praticamente abjuram qualquer teoria. Ambos erram. A teoria não pode emergir, como uma fênix, de um caldeirão de estatísticas, e estatísticas também não podem ser usadas para testar uma teoria econômica.

As mesmas considerações se aplicam na hora de estimar os resultados de políticas públicas. Suponhamos que uma teoria afirma que determinada política vai curar uma depressão. O governo, obedecendo à teoria, coloca em prática essa política. A depressão não é curada. Os críticos e os defensores da teoria entram em cena com suas interpretações. Os críticos dizem que o fracasso mostra que a teoria é incorreta. Os defensores dizem que o governo errou ao não aplicar a teoria com o devido vigor, e que o que é necessário são medidas mais fortes no mesmo sentido. Ora, a ques-

[5] Essa metodologia "praxeológica" vai de encontro às visões dominantes. Uma exposição dessa abordagem, com referências à bibliografia relevante, pode ser encontrada em Murray N. Rothbard, "In Defense of 'Extreme A Priorism '," *Southern Economic Journal* (janeiro de 1957): 214–20; idem, "Praxeology: Reply to Mr. Schuller," *American Economic Review* (dezembro de 1951): 943–46; e idem, "Toward A Reconstruction of Utility and Welfare Economics," em Mary Sennholz, ed., *On Freedom and Free Enterprise* (Princeton, N.J.: D. Van Nostrand, 1956), pp. 224–62. As principais obras metodológicas dessa escola são: Ludwig von Mises, *Human Action* (New Haven, Conn.: Yale University Press, 1949) [*Ação Humana*. Tradução brasileira por Donald Stewart Jr.. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1990]; Mises, *Theory and History* (New Haven, Conn.: Yale University Press, 1957); F. A. Hayek, *The Counterrevolution of Science* (Glencoe, Ill.: The Free Press, 1952); Lionel Robbins, *The Nature and Significance of Economic Science* (London: Macmillan, 1935), Mises, *Epistemological Problems of Economics* (Princeton, N.J.: D. Van Nostrand, 1960); e Mises, *The Ultimate Foundation of Economic Science* (Princeton, N.J.: D. Van Nostrand, 1962).

tão é que *empiricamente, não há como escolher entre os dois*.[6] Qual é o "teste" empírico que pode resolver o debate? Como o governo pode decidir racionalmente qual seu próximo passo? É claro que a única maneira possível de resolver a questão está no campo da teoria pura – no exame das premissas e das cadeias de raciocínio em conflito.

Essas considerações metodológicas mapeiam o curso deste livro. O objetivo é descrever e ressaltar as causas da depressão de 1929 nos Estados Unidos. Não tenho a intenção de escrever uma história econômica completa do período, e portanto não há necessidade de reunir e comparar todas as estatísticas econômicas concebíveis. Concentrar-me-ei apenas nas forças causais que inicialmente produziram a depressão e que depois a agravaram. Espero que essa análise seja útil para futuros historiadores econômicos das décadas de 1920 e de 1930 quando forem construir suas sínteses.

Geralmente se ignora que o estudo de um ciclo econômico não deveria ser só uma investigação de todos os registros econômicos de uma era. O National Bureau of Economic Research, por exemplo, trata o ciclo econômico como um agrupamento de todas as atividades econômicas durante um certo período. Baseando-se nesse pressuposto (e apesar do desprezo do Bureau pela teorização *a priori*, isso é exatamente um pressuposto *a priori* não-provado), ele estuda as estatísticas de expansão e contração de todas as séries temporais que consegue acumular. Uma investigação do National Bureau de um ciclo econômico é, portanto, essencialmente uma história estatística do período. Ao adotar uma abordagem misesiana ou austríaca, em vez da metodologia tipicamente institucionalista do Bureau, o procedimento adequado fica muito diferente. O problema agora é apontar os fatores causais, rastrear as cadeias de causa e efeito, e isolar o feixe cíclico do mundo econômico complexo.

Como ilustração, tomemos a economia americana durante a década de 1920. Essa economia era, de fato, uma mistura de duas forças muito diferentes e basicamente conflitantes. De um lado, os Estados Unidos experimentavam uma verdadeira prosperidade, baseada numa poupança forte e no investimento em capitais altamente produtivos. Esse grande progresso elevou o padrão de vida americano. Por outro lado, também sofremos uma expansão de crédito, o que resultou num acúmulo de capital *mal investido*, que acabou levando *inevitavelmente* a uma crise econômica. Eis aqui duas grandes forças econômicas – uma que a maioria das pessoas

---

[6] Analogamente, se a economia tivesse se recuperado, os defensores da teoria diriam que ela deu certo, e os críticos afirmariam que a recuperação veio *apesar* da sinistra influência da política do governo, e de modo mais lento e doloroso do que poderia ter vindo. Como decidir entre os dois?

concordaria em chamar de “boa”, e a outra de “má” – , uma distinta da outra, mas interagindo para formar o resultado histórico final. Índices de preços, de produção e de comércio são os efeitos compostos. Recordamos perfeitamente os erros de presunção e de complacência que nossos economistas, assim como nossos líderes políticos e financeiros, cometeram durante o grande *boom*. O estudo desses erros pode até moderar a safra atual de pitonisas econômicas, que pretendem prever o futuro dentro de uma margem de erro precisa e pequena. E, mesmo assim, não devemos desprezar indevidamente aqueles que compuseram cânticos de louvor ao nosso sistema econômico mesmo em 1929. Porque, na medida em que tinham em mente o *primeiro* feixe – a prosperidade genuína trazida por poupança e investimento fortes – , tinham razão. Eles erraram gravemente ao ignorar o sinistro segundo feixe, de expansão de crédito. Esse livro se concentra nos aspectos cíclicos da economia do período – no feixe defeituoso, se o leitor preferir.

Como na maioria dos estudos históricos, as limitações de espaço demandam a restrição a um período definido. Este livro trata do período de 1921 a 1933. Os anos de 1921 a 1929 são os períodos de *boom* que antecedem a Grande Depressão. Aqui procuraremos pelas influências causais anteriores a 1929, aquelas responsáveis por *precipitar* a depressão. Os anos de 1929 a 1933 formaram a fase de contração histórica da Grande Depressão, que até considerados apenas em si mesmos tiveram duração e intensidade excepcionais. Nesse período, deslindaremos as causas agravantes que pioraram e que prolongaram a crise.

É claro que em qualquer estudo abrangente o período de 1933 a 1940 teria de ser incluído. Trata-se, porém, de um período que conhecemos melhor, e que foi estudado de maneira mais extensiva.

O período anterior a 1921 também merece algo de nossa atenção. Muitos autores viram as raízes da Grande Depressão na inflação da Primeira Guerra Mundial e dos anos do pós-guerra, e na liquidação supostamente inadequada da recessão de 1920–1921. Porém, uma liquidação suficiente *não* exige uma contração monetária ou de preços a níveis anteriores ao *boom*. Assim, começaremos nossos tratamento pela baixa do ciclo de 1920–1921, no outono de 1921, e veremos rapidamente como a expansão de crédito começou a distorcer a produção (e talvez a deixar sem liquidar posições insustentáveis do *boom* anterior) até naquela data prematura. Compararemos as políticas públicas e as durações relativas das depressões de 1920–1921 e de 1929–1933. Não podemos ir além disso no estudo do período anterior, e ir além não é estritamente necessário para nossa discussão.

Um grande incentivo à redação deste livro foi a escassez verdadeiramente notável de estudos da depressão de 1929 feitos por economistas. Pouquíssimos livros de substância dedicaram-se especificamente a 1929, de qualquer ponto de vista. Este livro tenta preencher uma lacuna investigando detalhadamente as causas da depressão de 1929 a partir do ponto de vista da correta teoria econômica praxeológica.[7]

Murray N. Rothbard

[7] Os únicos estudos da depressão de 1929 que realmente têm valor são: Lionel Robbins, *The Great Depression* (New York: Macmillan, 1934), que só discute brevemente os Estados Unidos; C.A. Phillips, T.F. McManus, e R.W. Nelson, *Banking and the Business Cycle* (New York: Macmillan, 1937); e Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare* (New York: D. Van Nostrand, 1949),que não discute apenas a depressão, cobrindo também a história econômica do século XX. Por outro lado, *Fluctuations in Income and Employment*, de Thomas Wilson (3ª ed., New York: Pitman, 1948), livro terrivelmente superestimado, traz praticamente a interpretação "oficial" da depressão. Recentemente nos deparamos com a narrativa superficial e escorregadia de John K. Galbraith do mercado de ações antes da quebra, *The Great Crash, 1929* (Boston: Houghton Mifflin, 1955). Isso, além de tratamentos breves e nada esclarecedores de Slichter, de Schumpeter e de Gordon, é basicamente tudo. Há muitas discussões tangenciais, especialmente da suposta "economia madura" do fim da década de 1930. Ver também, sobre a depressão e o Federal Reserve System [o sistema do Banco Central americano], o artigo recente e breve de O.K. Burrell, "The Coming Crisis in External Convertibility in U.S. Gold," *Commercial and Financial Chronicle* (April 23, 1959): 5, 52–53.

Primeira parte
A teoria dos ciclos econômicos

I

A teoria positiva do ciclo

O estudo dos ciclos econômicos tem de basear-se numa teoria satisfatória dos ciclos. Ficar olhando pilhas de estatísticas sem nenhum "pré-julgamento" é uma futilidade. Os ciclos acontecem no mundo econômico, e portanto uma teoria utilizável dos ciclos deve estar integrada à teoria econômica geral. E mesmo assim, o que chama a atenção é que essa integração, ou mesmo a tentativa de integração, seja a exceção e não a regra. A ciência econômica, nas duas últimas décadas, fendeu-se numa multidão de compartimentos impermeáveis – cada esfera praticamente não se relaciona com as outras. Somente nas teorias de Schumpeter e de Mises a teoria dos ciclos foi integrada à ciência econômica geral.[1]

A maioria dos especialistas em ciclos, que rejeitam qualquer integração sistemática como se fosse uma dedução impossível ou uma simplificação excessiva, rejeita (querendo ou não) por essa razão mesma a própria ciência econômica. Afinal, se é possível criar uma teoria do ciclo que tenha pouca ou nenhuma relação com a ciência econômica geral, então a ciência econômica geral deve estar incorreta, já que não consegue explicar esse fenômeno econômico vital. Para os institucionalistas – os puros coletores de dados – essa conclusão é bem vinda, ainda que não seja para outros. Até os institucionalistas, porém, precisam às vezes usar a teoria, na hora de analisar e de recomendar; na verdade, eles acabam usando uma mistura de palpites feitos na hora, intuições etc., colhidos assistematicamente de diversos pomares teóricos. Poucos economistas, ou talvez nenhum, perceberam que a teoria de Mises do ciclo econômico não é só mais uma teoria: que, de fato, ela encaixa perfeitamente numa teoria geral do sistema econômico.[2]

[1] Diversos neokeynesianos têm teorias cíclicas avançadas. Elas se integram, porém, não com a teoria econômica *geral*, mas com os sistemas holísticos keynesianos – sistemas que realmente são muito *parciais*.

[2] Por exemplo, na conhecida discussão de Haberler não há o menor sinal de que ela seja conhecida. Ver Gottfried Haberler, *Prosperity and Depression* (2ª ed., Genebra, Suíça: Liga das Nações, 1939).

Ciclos econômicos e flutuações econômicas

É importante distinguir em primeiro lugar entre *ciclos econômicos* e *flutuações econômicas* comuns. Vivemos necessariamente numa sociedade de mudanças contínuas e perpétuas, mudanças que nunca podem ser mapeadas previamente com precisão. As pessoas tentam prever as mudanças e adiantar-se a elas da melhor maneira que podem, mas essas previsões nunca podem ser reduzidas a uma ciência exata. O negócio dos empreendedores é prever mudanças no mercado, tanto para as condições de demanda quanto de oferta. Aqueles que têm mais sucesso lucram na proporção da precisão de seu juízo, enquanto os que fracassam em suas previsões caem pelo caminho. O resultado é que os empreendedores de sucesso no livre mercado serão aqueles com mais capacidade de se antecipar às futuras condições econômicas. Contudo, a previsão nunca pode ser perfeita, e os empreendedores continuarão a diferir quanto ao sucesso de suas previsões. Se não fosse assim, jamais haveria qualquer lucro ou perda nos negócios.

Portanto, há mudanças continuamente em todas as esferas da economia. As preferências dos consumidores mudam; as preferências temporais e as consequentes proporções de investimento e de consumo mudam; a força de trabalho muda em termos de quantidade, qualidade e lugar; alguns recursos naturais são descobertos, enquanto outros chegam ao fim; as mudanças tecnológicas alteram as possibilidades de produção; as alterações no clima influenciam as colheitas etc. Todas essas mudanças são traços característicos de qualquer sistema econômico. Na verdade, não conseguiríamos conceber verdadeiramente uma sociedade sem mudanças, em que todos fizessem todo dia a mesma coisa, e nenhum dado econômico jamais mudasse. E, mesmo que pudéssemos conceber uma sociedade assim, pode-se duvidar de que muita gente fosse querer torná-la realidade.

É portanto absurdo esperar que toda atividade econômica seja “estabilizada”, como se essas mudanças não estivessem acontecendo. Estabilizar e “aplainar” essas flutuações iria, na verdade, erradicar qualquer atividade produtiva racional. Para tomar um caso simples e hipotético, suponhamos que uma comunidade seja visitada a cada sete anos pelo gafanhoto dos sete anos. Assim, a cada sete anos, muitas pessoas fazem preparativos para enfrentar os gafanhotos: elas produzem equipamentos antigafanhotos, contratam especialistas em gafanhotos etc. Obviamente, a cada sete anos há um *boom* da indústria de combate aos gafanhotos, que, felizmente, fica “deprimida” durante os outros seis anos. Será que ajudaria ou atrapalharia se todos decidissem “estabilizar” a indústria de combate ao gafanhoto insistindo em produzir o mesmo maquinário todo ano, e tivesse que deixá-lo guardado, empoeirando e ficando obsoleto? Será que as pessoas devem ser

forçadas a construir máquinas antes de querê-las, ou a contratar pessoal antes do necessário; ou, por outro lado, a atrasar a construção de máquinas que elas querem – tudo em nome da "estabilização"? Se as pessoas desejarem mais carros e menos casas do que antes, será que elas deveriam ser forçadas a continuar comprando casas e ser impedidas de comprar os carros, tudo por causa da estabilização? Como disse o doutor F. A. Harper:

> Esse tipo de flutuação econômica permeia toda a nossa vida cotidiana. Existe, por exemplo, uma violenta flutuação na colheita de morangos em diferentes épocas do ano. Será que deveríamos plantar morangos o suficiente em estufas de modo a estabilizar essa parte da economia durante o ano?[3]

Podemos, portanto, esperar flutuações econômicas *específicas* o tempo inteiro. Não há necessidade de uma "teoria dos ciclos" particular que os explique. Eles são simplesmente os resultados de mudanças nos dados econômicos, e são plenamente explicados pela teoria econômica. Muitos economistas, porém, atribuem a depressão econômica geral a "fraquezas" causadas por "uma depressão no setor de construção" ou "uma depressão no setor agrícola". Mas quedas em indústrias específicas jamais precipitam uma depressão geral. Mudanças nos dados causarão aumentos de atividade em um campo e diminuições em outro. Não há nada nisso que vá dar conta de uma depressão econômica *geral* – fenômeno do verdadeiro "ciclo econômico". Suponhamos, por exemplo, que uma mudança nas preferências dos consumidores, e nas tecnologias, faça com que a demanda por produtos da agricultura se transfira para *outros* bens. Não faz sentido dizer, como tanta gente faz, que uma depressão no setor agrícola vai provocar uma depressão geral, porque os agricultores vão comprar menos bens, as pessoas nas indústrias que vendem para o setor agrícola vão comprar menos etc. Esse raciocínio ignora o fato de que as pessoas que produzem os *outros* bens que os consumidores agora preferem vão prosperar; as demandas *delas* vão aumentar.

O problema dos ciclos econômicos é o problema de *boom* geral e depressão; não é o problema de investigar indústrias específicas e perguntar-se quais fatores fazem com que cada uma delas esteja relativamente próspera ou deprimida. Alguns economistas, como Warren e Pearson, ou Dewey e Dakin – acreditam que não existem flutuações econômicas gerais – que os movimentos gerais são apenas os resultados de diferentes ciclos acontecendo, ao longo de tempos diferentes, nas diversas atividades econômicas. Na medida em que esses ciclos varia-

[3] F. A. Harper, *Why Wages Rise* (Irvington-on-Hudson, NY: Foundation for Economic Education, 1957), pp. 118–19.

dos (como um "ciclo da construção" de vinte anos, ou o ciclo de sete anos dos gafanhotos) possam existir, porém, eles são irrelevantes para o estudo dos ciclos econômicos *em geral* ou para as depressões econômicas em particular. O que estamos tentando explicar são os *booms* e as quebras gerais da economia.

Ao considerar os movimentos econômicos gerais, é imediatamente claro que esses movimentos devem ser transmitidos pelo meio geral de troca – a moeda. A moeda cria o elo de conexão entre todas as atividades econômicas. Se um preço sobe e outro desce, podemos concluir que a demanda se transferiu de uma indústria para outra; mas se *todos* os preços sobem ou descem juntos, deve ter ocorrido alguma mudança na esfera *monetária*. Somente mudanças na demanda por moeda ou em sua oferta causarão mudanças gerais de preços. Se a demanda por moeda permanecer a mesma, um aumento na oferta de moeda provocará uma queda no poder de compra de cada dólar, isso é, uma alta geral de preços; analogamente, uma queda na oferta de moeda causará uma queda geral dos preços. Por outro lado, se a oferta de moeda permanecer a mesma, um aumento na demanda geral por moeda provocará um aumento no poder de compra do dólar (uma queda geral de preços), enquanto uma queda na demanda levará a um aumento geral de preços. As mudanças de preços em geral são portanto determinadas pelas mudanças na oferta de dinheiro e em sua demanda. A oferta de moeda consiste no estoque de moeda que existe na sociedade. A demanda por moeda é, em última análise, a disposição das pessoas de manter saldos líquidos, e isso pode expressar-se na vontade de receber moeda em trocas, e na vontade de reter moeda em saldos líquidos. A oferta de bens na economia é um componente na demanda social por moeda; uma oferta maior de bens, *tudo o mais constante*, aumentará a demanda por moeda e portanto tenderá a reduzir os preços. A demanda por moeda tenderá a ser menor quando o poder de compra da unidade monetária for mais alto, porque assim cada dólar terá maior efeito sobre o saldo líquido. Analogamente, um poder de compra menor (preços mais elevados) significa que cada dólar tem efeito menor, e mais dólares serão necessários para atender ao mesmo propósito.

Assim, o poder de compra do dólar permanecerá constante quando o estoque de moeda e a demanda por ela estiverem mutuamente equilibrados: isso é, quando as pessoas estiverem dispostas a manter em seus saldos líquidos a exata quantidade de moeda que existe. Se a demanda por moeda exceder o estoque, o poder de compra do dinheiro aumentará até que a demanda não seja mais excessiva e o mercado se equilibre; analogamente, uma demanda menor do que a oferta vai reduzir o poder de compra do dólar, isso é, elevar os preços.

Contudo, as flutuações na economia em geral, na "relação monetária", por si não explicam o misterioso ciclo econômico. É verdade que qualquer ciclo na economia geral deve propagar-se por meio dessa relação monetária: a relação entre o estoque de moeda e a demanda por ela. Mas por si essas mudanças não explicam muita coisa. Se, por exemplo, a oferta monetária aumenta ou a demanda cai, os preços aumentam; mas por que isso geraria um "ciclo econômico"? Especificamente, por que isso causaria uma depressão? Os primeiros teóricos dos ciclos econômicos tinham razão em concentrar sua atenção na *crise* e na *depressão*: essas são as fases que deixam perplexos e chocados tanto economistas quanto leigos, e essas são as fases que mais carecem de explicação.

O problema: o aglomerado de erros

A explicação das depressões portanto não será encontrada na referência a flutuações econômicas específicas, ou mesmo gerais, em si mesmas. O principal problema que uma teoria da depressão precisa explicar é: *por que subitamente ocorre um aglomerado de erros*? Essa é a primeira questão para qualquer teoria cíclica. A atividade econômica segue tranquila, e a maior parte das empresas obtém bons lucros. De repente, sem qualquer aviso, as condições mudam e a maioria das empresas sofrem perdas; subitamente se revela que elas cometeram graves erros em suas previsões.

Agora cabe rever o que é o empreendedorismo. Grande parte do negócio dos empreendedores é fazer previsões. Eles têm de investir e pagar custos no presente, na expectativa de que vão obter um lucro fazendo vendas ou para os consumidores ou para outros empreendedores mais adiante na estrutura de produção da economia. Os melhores empreendedores, com melhor capacidade de prever as demandas dos consumidores ou de outros produtores, têm lucros; os empreendedores ineficientes têm perdas. O mercado, portanto, oferece um campo de treinamento para a recompensa e a expansão de empreendedores de sucesso, que enxergam longe, e para a eliminação dos empresários ineficientes. Via de regra, apenas alguns empresários sofrem perdas a qualquer momento específico; a maioria ou empata ou têm lucro. Como então explicar o curioso fenômeno da crise, em que quase todos os empreendedores subitamente sofrem perdas? Em suma, como foi que todos os sagazes empresários do país cometeram esses erros todos juntos, e porque esses erros foram todos revelados naquele momento em particular? Eis o grande problema da teoria dos ciclos.

Não é legítimo responder que a responsabilidade é de mudanças súbitas nos dados. Afinal, é tarefa dos empreendedores prever as mudanças

futuras, algumas das quais são súbitas. Por que suas previsões fracassaram de modo tão estapafúrdio?

Outro traço comum do ciclo econômico também carece de explicação. É bem sabido que *as indústrias de bens de capital têm flutuação mais ampla do que as indústrias de bens de consumo*. As indústrias de bens de capital – especialmente as indústrias que fornecem matéria prima, construção e equipamentos para outras indústrias – expandem-se muito mais durante o *boom*, e sofrem um golpe muito mais forte durante a depressão.

Um terceiro traço de todo *boom* que carece de explicação é o aumento da quantidade de dinheiro na economia. Analogamente, geralmente, mas não universalmente, há uma queda na oferta monetária durante a depressão.

A explicação: *boom* e depressão

No mercado puramente livre e desimpedido, não haverá aglomerado de erros, porque empreendedores treinados não vão todos cometer erros ao mesmo tempo.[4] O ciclo "de *boom* e recessão" é gerado pela intervenção monetária no mercado, especificamente na expansão do crédito bancário para as empresas. Imaginemos uma economia com uma certa oferta monetária. Parte do dinheiro é gasto no consumo; o resto é poupado e investido numa imensa estrutura de capital, em várias ordens de produção. A proporção entre consumo e poupança ou investimento é determinada pelas *preferências temporais* das pessoas – o grau em que elas preferem satisfações presentes ou futuras. Quanto menos elas as preferirem no presente, menor será sua taxa de preferência temporal, e menor, portanto, a *taxa pura de juros*, que é determinada pelas preferências temporais dos indivíduos na sociedade. Uma taxa mais baixa de preferência temporal será refletida em maiores proporções entre investimento e consumo, no prolongamento da estrutura de produção, e em formação de capital. Preferências temporais mais altas, por outro lado, refletir-se-ão em taxas de juros puras mais al-

[4] Siegfried Budge, *Grundzüge der Theoretische Nationalökonomie* (Jena, 1925), apud Simon S. Kuznets, "Monetary Business Cycle Theory in Germany", *Journal of Political Economy* (abril de 1930): 127–28.

> Nas condições de livre concorrência… o mercado… depende da oferta e da demanda… [não] poderia surgir uma desproporção na produção de bens, o que poderia sugar o sistema econômico inteiro… essa desproporção só pode surgir quando, em algum momento decisivo, a estrutura de preços não se baseia no jogo da competição livre, possibilitando alguma influência arbitrária.

O próprio Kuznets critica a teoria austríaca a partir desse ponto de vista empirista, anti-causa-e-efeito, e também erroneamente considera que essa teoria é "estática".

tas e numa proporção menor entre investimento e consumo. As taxas de juros finais do mercado refletem a taxa de juros pura mais ou menos o risco empresarial e os componentes do poder de compra. Graus variados de risco empresariais produzem uma *estrutura* de taxas de juros em vez de uma única taxa uniforme, e os componentes do poder de compra refletem mudanças no poder de compra do dólar, assim como a posição específica de um empreendedor em relação a mudanças de preços. O fator crucial, porém, é a taxa de juros pura. Essa taxa de juros se manifesta primeiro na "taxa natural", que é aquilo que costuma ser chamado de "taxa de lucros" corrente. Essa taxa corrente se reflete na taxa de juros no mercado de empréstimos, taxa essa que é determinada pela taxa de lucros corrente.[5]

O que acontece quando os bancos imprimem dinheiro novo (sejam cédulas ou depósitos bancários) e o empresta às empresas?[6] O dinheiro novo jorra no mercado de empréstimo e reduz a taxa de juros dos empréstimos. *Parece* que a oferta de fundos poupados para investimento aumentou, porque o efeito é o mesmo: a oferta de fundos para investimento aparentemente aumenta, e a taxa de juros diminui. A inflação bancária, em suma, cria para os empresários a ilusão de que a oferta de fundos poupados é maior do que na verdade é. Então, quando os fundos poupados aumentam, os empresários investem em "processos de produção mais longos", isso é, a estrutura de capital é alongada, especialmente nas "ordens superiores", as mais remotas em relação ao consumidor. Com seus fundos recém-adquiridos, os empresários provocam o aumento de preços do capital e dos bens de outros produtores, e isso estimula uma transferência do investimentos das ordens "inferiores" (próximas do consumidor) para as ordens "superiores" de produção (mais distantes do consumidor) – das indústrias de bens de consumo para as indústrias de bens de capital.[7]

Se esse fosse o efeito de uma queda verdadeira nas preferências temporais e de um aumento na poupança, não haveria problema nenhum, e a nova estrutura alongada da economia poderia sustentar-se indefinida-

---

[5] Essa é a "teoria da preferência temporal pura" da taxa de juro; ela pode ser encontrada em Ludwig von Mises, *Human Action* (New Haven, Conn: Yale University Press, 1949) [*Ação humana* (trad. Donald Stewart Jr.. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1990)]; em Frank A. Fetter, *Economic Principles* (Nova York: Century, 1915), e idem, "Interest Theories Old and New", *American Economic Review* (março de 1914): 68–92.

[6] Os "bancos", para diversos propósitos, incluem também associações de poupança e de crédito; e também companhias de seguro de vida, pois ambas criam novo dinheiro por meio da expensão do crédito para a economia. Ver abaixo a discussão mais extensiva da questão da moeda e dos bancos.

[7] Sobre a estrutura da produção, e sua relação com o investimento e com o crédito bancário, ver F. A. Hayek, *Prices and Production* (2ª ed., Londres: Routledge and Kegan Paul, 1935); Mises, *Human Action* e Eugen von Böhm-Bawerk, "Positive Theory of Capital", em *Capital and Interest* (South Holland, Illinois: Libertarian Press, 1959), vol 2.

mente. Mas essa transferência é produto da expansão do crédito bancário. Logo o dinheiro novo começa a descer dos mutuários empresariais para os fatores de produção: nos salários, nos aluguéis, nos juros. Porém, a menos que as preferências temporais tenham mudado, e não há qualquer motivo para achar que isso tenha acontecido, as pessoas logo gastarão suas rendas maiores nas *antigas* proporções entre investimento e consumo. Em suma, as pessoas logo restabelecerão as antigas proporções, e a demanda vai se transferir das ordens superiores, onde estavam, para as ordens inferiores. As indústrias de bens de capital verão que seus investimentos foram equivocados: que aquilo que eles julgaram lucrativo na verdade não é, porque não há demanda de seus consumidores empreendedores. As ordens superiores de produção revelaram-se um desperdício, e os mal-investimentos têm de ser liquidados.

Uma das explicações preferenciais da crise é que ela deriva do "subconsumo" – da ausência de demanda dos consumidores por bens a preços que seriam lucrativos. Mas isso vai contra o fato geralmente conhecido de que são as indústrias de *bens de capital*, e não as de bens de consumo, que realmente sofrem durante uma depressão. A ausência é de *demanda empresarial* pelos bens das ordens superiores, e isso, por sua vez, é causado pelo retorno da demanda às antigas proporções.

Em suma, os empresários foram iludidos pela inflação do crédito bancário a investir demais em bens de capital de ordens superiores, que só poderiam ser mantidos com prosperidade, por meio de preferências temporais mais baixas, e maiores poupança e investimento; assim que a inflação chega à massa do povo, a antiga proporção entre consumo e investimento se restabelece, e os investimentos empresariais nas ordens superiores revelam-se um desperdício.[8] Os empresários foram induzidos a esse erro pela expansão do crédito e por sua interferência na taxa de juros do livre mercado.

O *boom*, então, é na verdade um período de investimentos ruinosamente equivocados. É o momento em que os erros são cometidos, por causa da interferência do crédito bancário no livre mercado. A "crise" chega quando os consumidores vêm restabelecer as proporções que desejam. A "depressão" é na verdade o processo por meio do qual a economia *se ajusta* após os desperdícios e equívocos do *boom*, e *restabelece* o serviço eficiente dos desejos do consumidor. O processo de ajuste consiste na rápida *liquidação* dos investimentos ruinosos. Alguns serão integralmente abandonados (como as cidades-fantasmas construídas durante o *boom* de 1816–1818 e abandonadas durante o Pânico de 1819); outros serão transferidos para

[8] "Inflação" se define aqui como *aumento da oferta de moeda que não consiste de uma expansão no metal de que se faz a moeda*.

outros usos. O princípio sempre será não chorar pelos erros pregressos, mas fazer um uso mais eficiente do estoque existente de capital. Em suma, o livre mercado tende a satisfazer desejos do consumidor expressados voluntariamente com eficiência máxima, e isso inclui os desejos relativos do público pelo consumo presente e futuro. O *boom* inflacionário atrapalha essa eficiência, e distorce a estrutura de produção, que deixa de servir adequadamente os consumidores. A crise assinala o fim dessa distorção inflacionária, e a depressão é o processo por meio do qual a economia volta a servir os consumidores de maneira eficiente. Em suma, e é muito importante entender isto, a depressão é o processo de "recuperação", e o fim da depressão anuncia o retorno à normalidade e à eficiência ótima. Portanto, longe de ser um flagelo maligno, a depressão é o retorno *necessário* e benéfico da economia à normalidade após as distorções impostas pelo *boom*. O *boom*, então, *exige* a quebra.

Como, obviamente, leva pouco tempo para que o dinheiro novo passe das empresas para os fatores de produção, por que os *booms* não terminam todos rapidamente? A razão é que os bancos chegam com o resgate. Vendo os fatores sendo afastados delas pelas indústrias de bens de consumo, vendo que seus custos aumentam e que os fundos acabam, as empresas mutuárias outra vez voltam-se para os bancos. Se os bancos expandirem ainda mais o crédito, podem outra vez salvar a pele desses mutuários. O novo dinheiro é outra vez derramado nas empresas, e elas outra vez podem afastar os fatores das indústrias de bens de consumo. Em suma, o crédito bancário em contínua expansão pode manter os mutuários um passo à frente da retribuição dos consumidores. Nisso, como vimos, é que consiste a crise e a depressão: a restauração, por parte dos consumidores, de uma economia eficiente, e o fim das distorções do *boom*. Obviamente, quanto maior for a expansão do crédito, e quanto mais ela durar, mais durará o *boom*. O *boom* terminará quando a expansão do crédito bancário finalmente parar. Claro que, quanto mais longo for o *boom*, mais ruinosos serão os erros cometidos, e mais longo e rigoroso será o reajuste depressivo necessário.

Assim, a expansão do crédito bancário principia o ciclo econômico em todas as suas fases: o *boom* inflacionário, marcado pela expansão da oferta de dinheiro e por mal-investimentos; a crise, que chega quando a expansão do crédito termina e os mal-investimentos tornam-se evidentes; e a recuperação depressiva, o processo necessário de ajuste por meio do qual a economia retoma as maneiras mais eficientes de satisfazer os desejos dos consumidores.[9]

---

[9] Essa teoria "austríaca" dos ciclos resolve a antiga controvérsia econômica a respeito de mudanças na quantidade de dinheiro alterarem ou não a taxa de juros. Ela apoia a teoria "moderna" de que um

Especificamente, quais são os traços essenciais da fase de recuperação--depressão? Os projetos ruinosos, como dissemos, devem ser abandonados ou usados da melhor maneira possível. As empresas ineficientes, incentivadas pelo *boom* artificial, precisam ser liquidadas, ou ter suas dívidas reduzidas, ou passar para as mãos de seus credores. Os preços dos bens de consumo devem cair, particularmente nas ordens superiores de produção – isso inclui bens de capital, terras e salários. Assim como o *boom* foi marcado por uma queda na taxa de juros, isso é, por diferenciais de preço entre os estágios de produção (a "taxa natural" ou taxa corrente de lucro) e também pela taxa de empréstimos, a recuperação depressiva consiste num aumento desse diferencial de juros. Na prática, isso significa uma queda nos preços dos bens de ordens superiores em relação aos preços nas indústrias de bens de consumo. Não só os preços de máquinas específicas devem cair, mas também os preços de agregados inteiros de capital, como por exemplo os valores de ações e de imóveis. Na verdade, esses valores devem cair mais do que os rendimentos dos ativos, por refletir a alta geral na taxa de juros de retorno.

Como os fatores precisam transferir-se das ordens superiores de produção para as inferiores, existe um desemprego "friccional" inevitável em toda depressão, mas ele não precisa ser maior do que o desemprego que acompanha qualquer outra grande mudança na produção. Na prática, o desemprego será agravado pelas muitas falências, e pelos grandes erros revelados, mas ele não precisa ser mais do que temporário. Quanto mais rápido o ajuste, mais efêmero será o desemprego. O desemprego ultrapassará a fase "friccional", tornando-se realmente agudo e duradouro, somente se os salários forem mantidos artificialmente altos e impedidos de cair. Se os salários ficarem acima do nível de livre mercado que equilibra a oferta de trabalho e a demanda por ele, os trabalhadores ficarão permanentemente desempregados. Quanto maior o grau de discrepância, pior será o desemprego.

Efeitos secundários da depressão: a contração deflacionária do crédito

Enumeramos os traços essenciais da depressão. Outros traços secundários também podem desenvolver-se. Por exemplo, a *deflação* (a redução

aumento na quantidade de dinheiro reduz a taxa de juros (se esse dinheiro entra pelo mercado de crédito); por outro lado, ela apoia a visão clássica de que, a longo prazo, a quantidade de dinheiro não afeta a taxa de juros (ou que só pode afetar se as preferências temporais mudarem). Na verdade, o reajuste depressivo é o retorno do mercado à taxa de juros desejada pelo livre mercado.

da oferta monetária) não é necessária durante uma depressão. A fase de depressão começa com o fim da inflação, e pode continuar sem quaisquer novas mudanças do lado da moeda. A deflação quase sempre aparece, porém. Em primeiro lugar, a inflação surgiu como expansão do crédito bancário; agora, as dificuldades financeiras e as falências entre os mutuários levam os bancos a baixar a crista e a contrair o crédito.[10] No padrão-ouro, os bancos têm outra razão para contrair o crédito – eles poderiam ter parado com a inflação por causa da fuga do ouro para outros países. A ameaça dessa fuga força-os a contrair seus empréstimos por liquidar. Além disso, a irrupção de falências pode fazer com que os bancos comecem a ser questionados; e os bancos, por serem intrinsecamente falidos, estão longe de poder se dar ao luxo de enfrentar esses questionamentos.[11] Por isso, a oferta monetária vai se contrair por causa de corridas bancárias reais, e porque os bancos vão reforçar sua posição por medo dessas corridas.

Outro traço secundário comum das depressões é *um aumento da demanda monetária*. Essa “corrida pela liquidez” é resultado de diversos fatores: (1) as pessoas esperam que os preços caiam, por causa da depressão e da deflação, e portanto vão guardar mais dinheiro e gastar menos em bens, esperando a queda dos preços; (2) diante da pressão dos bancos e de outros credores, os mutuários tentarão pagar suas dívidas liquidando outros ativos para obter moeda; (3) a irrupção de perdas empresariais e de falências faz com que os empresários fiquem cautelosos para investir até que o processo de liquidação tenha acabado.

---

[10] Com frequência se diz que, como as empresas só conseguem encontrar poucas oportunidades de lucro durante uma depressão, a demanda empresarial por empréstimos cai, e por isso os empréstimos e a oferta monetária se contraem. Mas esse argumento negligencia o fato de que os bancos, se quiserem, podem comprar *securities* [bônus, ações], e assim, aumentando seus investimentos para compensar pelos empréstimos minguantes, mantêm a oferta monetária. A pressão contracionista, portanto, sempre vem dos bancos e não das empresas mutuárias.

[11] Os bancos são “intrinsecamente falidos” porque emitem muito mais recibos bancários (hoje sob a forma de “depósitos” resgatáveis em dinheiro, sob demanda) do que o dinheiro que possuem disponível. Por isso estão sempre vulneráveis a corridas bancárias. Essas corridas não são como outras falências econômicas, porque consistem em nada mais do que uma demanda, por parte dos depositários, por aquilo que é sua legítima propriedade, que os bancos não possuem. “Falência intrínseca”, portanto, e uma característica essencial de qualquer sistema bancário de reserva fracionária. Nas palavras de Frank Graham:

> A tentativa dos bancos de realizar os objetivos incompatíveis de emprestar dinheiro, ou meros títulos que dão direito a dinheiro, e ainda alegar que esse dinheiro está disponível para quem demandá-lo é ainda mais absurda do que… comer um bolo e esperar comer o mesmo bolo no futuro… A suposta convertibilidade é um delírio que depende de os direitos não serem exercidos indevidamente.

Frank D. Graham, “Partial Reserve Money and the 100% Proposal”, *American Economic Review* (setembro de 1936): 436.

Com a queda na oferta monetária, e com o aumento na sua demanda, *a queda geral de preços* é por consequência uma característica da maioria das depressões. A queda geral de preços, porém, é causada pelos traços secundários das depressões, e não por seus traços intrínsecos. Quase todos os economistas, até mesmo aqueles que enxergam que se deveria permitir que o processo de ajuste depressivo funcionasse sem impedimentos, têm uma visão muito negativa da deflação secundária e da queda de preços, e afirmam que elas agravam sem necessidade o rigor das depressões. Todavia, essa visão é incorreta. Esses processos não apenas não agravam a depressão, como têm efeitos positivos benéficos.

Por exemplo, não há qualquer justificativa para a hostilidade comum ao "entesouramento". Não existe critério, em primeiro lugar, para definir "entesouramento": a acusação inevitavelmente se reduz a Fulano achar que Beltrano mantém um saldo líquido maior do que Fulano julga apropriado para Beltrano. Com certeza não há qualquer critério objetivo para dizer quando um aumento no saldo líquido se torna um "entesouramento". Em segundo lugar, vimos que a demanda monetária aumenta como resultado de certas necessidades e valores das pessoas; numa depressão, temores de liquidações empresariais e expectativas de quedas de preços dão um incentivo especial a esse aumento. Quais os critérios para dizer que essas estimativas são "ilegítimas"? A queda geral de preços é a maneira de satisfazer um aumento na demanda monetária, pois preços mais baixos significam que os mesmos saldos líquidos terão maior eficácia, maior força "real" diante de bens e serviços. Em suma, o desejo por maiores saldos líquidos reais agora foi satisfeito.

Além disso, a demanda por dinheiro voltará a diminuir assim que terminarem os processos de liquidação e de ajuste. Quando a liquidação se completa, somem as incertezas relacionadas à falências iminentes e acaba a corrida dos mutuários por liquidez. Uma queda rápida e desimpedida nos preços, tanto em geral (com os ajustes para a relação monetária alterada) e nos bens das ordens superiores em particular (com os ajustes para os mal-investimentos do *boom*) concluirá com celeridade os processos de realinhamento e porá um fim às expectativas de novas quedas. Assim, quanto mais rápido acontecerem os diversos ajustes, primários e secundários, mais cedo voltará a cair a demanda monetária. Isso, é claro, é apenas uma parte do "retorno à normalidade" da economia geral.

Nem o aumento do "entesouramento" nem a queda de preços interferem sob qualquer aspecto no ajuste depressivo primário. O traço importante do ajuste primário é que os preços dos bens de produção caem mais rápido do que os dos bens de consumo (ou, mais precisamente, os preços das ordens superiores *caem mais rapidamente* do que os dos bens

das ordens inferiores); não há interferência no ajuste primário se todos os preços caem numa certa medida. Há, no mais, um mito, comum tanto entre economistas quanto entre leigos, de que os preços em queda têm um efeito depressivo sobre a economia. Isso não é necessariamente verdade. O que importa para a economia é não o comportamento geral dos preços, mas os diferenciais de preços entre os preços de venda e os custos (a "taxa natural de juros"). Se os salários, por exemplo, caem mais rapidamente do que os preços dos produtos, isso estimula a atividade econômica e o emprego.

A *deflação* da oferta monetária (*por meio da* contração do crédito) teve uma sorte tão ruim quanto o entesouramento com os economistas. Até mesmo teóricos misesianos deploram a deflação e não veem qualquer benefício saindo dela.[12] Contudo, a contração deflacionária do crédito *ajuda* muito a acelerar o processo de ajuste, e com isso a conclusão da recuperação econômica, de maneiras ainda por reconhecer. O ajuste consiste, como sabemos, num retorno ao padrão desejado de consumo e poupança. Porém, é necessário menos ajuste se as *próprias* preferências temporais mudam: isso é, se a *poupança* aumenta e o consumo cai em relação a ela. Em suma, aquilo que pode ajudar uma depressão não é mais consumo, mas, pelo contrário, menos consumo e mais *poupança* (e, concomitantemente, mais investimento). A queda nos preços incentiva mais poupança e menos consumo ao alimentar uma ilusão contábil. A contabilidade empresarial registra o valor dos ativos em seu custo original. É bem conhecido que aumentos gerais de preços distorcem o registro contábil: o que parece ser um grande "lucro" pode ser não mais do que suficiente para substituir os ativos que agora têm maior preço. Durante uma inflação, portanto, os "lucros" empresariais são muitíssimo exagerados, e o consumo é maior do que seria sem a ilusão contábil – talvez haja consumo de capital até mesmo sem que o indivíduo saiba. Numa época de deflação, a ilusão contábil se inverte: o que parecem perdas e consumo de capital podem até significar lucros para a empresa, porque agora o custo de substituição dos ativos é muito menor. Esse exagero das perdas, porém, restringe o consumo e incentiva a poupança; uma pessoa pode achar que está meramente substituindo capital, quando na verdade está acrescentando investimentos à empresa.

A contração do crédito terá outro efeito benéfico na promoção da recuperação, porque, como vimos, a expansão do crédito bancário distorce o livre mercado ao reduzir os diferenciais de preços (a "taxa natural de

[12] Num país com padrão ouro (como os Estados Unidos durante a depressão de 1929), os economistas austríacos aceitaram que a contração do crédito era talvez um preço necessário para poder continuar no ouro. Mas poucos viram quaisquer virtudes corretivas no processo de deflação em si.

juros" ou taxa corrente de lucros) no mercado. A contração do crédito, por outro lado, distorce o livre mercado em sentido inverso. O primeiro efeito da contração deflacionária do crédito é a redução da oferta monetária nas mãos das empresas, particularmente nos estágios superiores de produção. Isso reduz a demanda por fatores nos estágios superiores, reduz os preços e as rendas dos fatores, e aumenta os diferenciais de preços e as taxas de juros. Ela *incita* a transferência de fatores, em suma, dos estágios superiores para os inferiores. Mas isso significa que a contração do crédito, quando se segue da expansão do crédito, acelera o processo de ajuste do mercado. A contração do crédito faz com que a economia volte para as proporções do livre mercado muito mais rápido do que seria possível sem ela.

Porém, pode-se objetar: será que a contração de crédito não poderia compensar excessivamente os erros do *boom* e causar ela mesma distorções que precisam ser corrigidas? É verdade que a contração do crédito pode trazer compensações excessivas e, enquanto continuar a contração, ela pode fazer com que as taxas de juros sejam maiores do que os níveis de livre mercado, e que o investimento seja menor do que no livre mercado. Mas, como a contração não causa nenhum *mal*-investimento positivo, ela não levará a nenhum doloroso período de depressão e de ajuste. Se os empresários forem erroneamente induzidos a pensar que há menos capital disponível para investir do que realmente há, disso não se seguirão quaisquer perdas duradouras na forma de investimentos desperdiçados.[13] Além disso, na natureza das coisas, a contração do crédito é seriamente limitada – ela não pode progredir além da medida da inflação anterior.[14] A *expansão* do crédito é que não tem nenhum limite dessa ordem.

[13] Alguns leitores podem perguntar: por que a contração do crédito não leva a mal-investimentos ao causar um sobre-investimento em bens de ordens inferiores e um sub-investimento em bens de ordens superiores, revertendo assim as consequências da expansão do crédito? A resposta vem da análise austríaca da estrutura da produção. A escolha entre investir em bens de ordens superiores ou inferiores não é arbitrária. Qualquer ampliação nos investimentos *tem* de ser feita em bens de ordens superiores, tem de alongar a estrutura de produção. A redução nos investimentos na economia simplesmente reduz o capital de ordem superior. Assim, a contração do crédito causará *não* o excesso de investimento nas ordens inferiores, mas simplesmente uma estrutura mais curta do que aquela que se teria estabelecido.

[14] Numa economia de padrão ouro, a contração do crédito é limitada pelo estoque total de ouro.

A política governamental para a depressão: *LAISSEZ-FAIRE*

Se o governo deseja que uma depressão termine o quanto antes, e que a economia retorne à prosperidade normal, o que deveria fazer? A primeira injunção, e a mais clara é: *não interferir no processo de ajuste do mercado*. Quanto mais o governo intervém para atrasar o ajuste do mercado, mais longa e mais dolorosa será a depressão, e mais difícil será o caminho para a recuperação completa. Os entraves do governo agravam e perpetuam a depressão. Contudo a política do governo para depressões sempre agravou (e hoje agravaria mais ainda) os males mesmos que alardeou tentar curar. Se, na verdade, listarmos logicamente as diversas maneiras como o governo poderia *travar* o ajuste do mercado, veremos na lista exatamente o arsenal "antidepressivo" favorito da política governamental. Assim, eis aqui as maneiras de atrapalhar o processo de ajuste:

(1) *Impedir ou retardar a liquidação.* Emprestar dinheiro para empresas instáveis, instar a que os bancos emprestem ainda mais dinheiro etc.

(2) *Inflacionar ainda mais.* Mais inflação impede a queda necessária dos preços, retardando assim o ajuste e prologando a depressão. Uma nova expansão do crédito cria mais mal-investimentos, os quais, por sua vez, terão de ser liquidados por alguma depressão posterior. Uma política governamental de "dinheiro fácil" impede que o mercado retorne às taxas de juros necessariamente mais altas.

(3) *Manter elevados os salários.* A manutenção artificial dos salários numa depressão garante o desemprego em massa permanente. Além disso, numa deflação, quando os preços estão caindo, manter os mesmos salários em moeda significa que os salários reais foram empurrados para cima. Diante da queda na demanda das empresas, isso agrava seriamente o problema do desemprego.

(4) *Manter os preços altos.* Manter os preços acima de seus níveis de livre mercado vai criar excessos invendáveis, e impedir um retorno à prosperidade.

(5) *Estimular o consumo e desincentivar a poupança.* Vimos que mais poupança e menos consumo acelerariam a recuperação; mais consumo e menos poupança agravam ainda mais a carên-

> cia de capital poupado. O governo pode incentivar o consumo com "vales-refeição" e fundos assistenciais. Pode desincentivar a poupança e o investimento com impostos mais elevados, especialmente para os ricos e sobre empresas e propriedades. Aliás, qualquer aumento dos impostos e dos gastos do governo vai desincentivar a poupança e o investimento e estimular o consumo, porque *todo* o gasto do governo é *consumo*. *Alguns* fundos privados teriam sido poupados e investidos; *todos* os fundos do governo são consumidos.[15] Qualquer aumento no tamanho do governo em relação à economia desloca a proporção social entre consumo e investimento para o lado do consumo, e prolonga a depressão.
>
> (6) *Subsidiar o desemprego.* Qualquer subsídio ao desemprego (por meio de "seguro" desemprego, assistencialismo etc.) prolongará indefinidamente o desemprego, e retardará o deslocamento dos trabalhadores para as áreas em que há empregos disponíveis.

São essas, então, as medidas que vão atrasar o processo de recuperação e agravar a depressão. Contudo, elas são as preferências consagradas da política governamental, e, como veremos, foram as políticas adotadas na depressão de 1929–1933 por um governo que muitos historiadores consideram ter sido *"laissez-faire"*.

Como a deflação também acelera a recuperação, o governo deveria incentivar a contração do crédito em vez de interferir nela. Numa economia de padrão-ouro, como a que tínhamos em 1929, o impedimento da deflação tem consequências deveras infelizes. Afinal, a deflação aumenta as proporções de reservas do sistema bancário, e gera mais confiança, tanto entre os nacionais quanto entre os estrangeiros, de que o padrão ouro será mantido. O temor em relação ao padrão ouro precipitará as exatas corridas bancárias que o governo anseia evitar. Há na deflação, e até nas corridas bancárias, outros valores que não devem ser ignorados. Os bancos não

[15] Nos últimos anos, especialmente na literatura a respeito dos "países subdesenvolvidos", houve muita discussão a respeito do "investimento" do governo. Todavia, esse investimento não existe. "Investimento" se define como gastos feitos não para a satisfação direta daqueles que o fazem, mas para outros consumidores, que serão os consumidores finais. As máquinas são produzidas não para servir ao empreendedor, mas para servir aos consumidores finais, que, por sua vez, remuneram os empreendedores. Mas o governo adquire seus fundos tomando-os de indivíduos privados; o gasto dos fundos, portanto, atende aos desejos de *autoridades governamentais*. As autoridades governamentais transferiram pela força a produção que iria satisfazer consumidores privados para a satisfação deles mesmos; seu gasto é portanto puro consumo, e não há como torcer o termo "investimento" para referir esse gasto. (Claro que, na medida em que as autoridades governamentais não percebem isso, seu "consumo" é na verdade um gasto *em desperdícios*.)

deveriam ser, ao contrário das outras empresas, isentados de pagar suas obrigações. Qualquer interferência em seu castigo – as corridas bancárias – estabelecerá os bancos como grupo com privilégios especiais, desobrigado de pagar suas dívidas, e vai levar a inflações posteriores, a expansões do crédito e a depressões. E se, como asseveramos, os bancos são intrinsecamente falidos e as "corridas" simplesmente revelarem essa falência, é benéfico para a economia que o sistema bancário seja reformado, de uma vez por todas, por uma extensiva purgação do sistema bancário de reservas fracionárias. Essa purgação forçosamente exporia para o público os riscos do sistema bancário de reservas fracionárias e, mais do que qualquer teorização acadêmica, daria uma garantia futura contra males bancários do gênero.[16]

O mais importante cânone para uma política governamental sólida durante uma depressão é portanto evitar interferir no processo de ajuste. Será que o governo pode fazer alguma coisa mais positiva para ajudar o ajuste? Alguns economistas defenderam que o governo decretasse um corte nos salários para incentivar o emprego – por exemplo, uma redução de 10% para todas as categorias. Mas o ajuste de livre mercado é o inverso de qualquer política "para todas as categorias". Nem todos os salários precisam ser cortados; o grau dos ajustes necessários de preços e de salários difere em cada caso, e só pode ser determinado por processos do mercado livre e desimpedido.[17] A intervenção governamental só pode distorcer o mercado ainda mais.

Há, porém, uma coisa que o governo pode fazer positivamente: ele pode *reduzir* drasticamente seu papel relativo na economia, cortando seus próprios gastos e os impostos, sobretudo os impostos que interferem na poupança e no investimento. A redução de seu nível de impostos e de gastos automaticamente deslocará a proporção social entre poupança, investimento e consumo em favor de poupança e investimento, grandemente reduzindo, desse modo, o tempo necessário para retornar a uma economia próspera.[18] A redução nos impostos que incidem mais fortemente sobre poupança e investimento vai reduzir ainda mais as preferências temporais sociais.[19] Além disso, a depressão é um momento de tensão econômica.

[16] Para saber mais sobre os problemas do sistema bancário de reservas fracionárias, ver abaixo.

[17] Ver W. H. Hutt, "The Significance of Price Flexibility", em Henry Hazlitt, ed., *The Critics of Keynesian Economics* (Princeton, NJ: D. Van Nostrand, 1960), pp. 390–92.

[18] Agradeço ao senhor Ra C. Heiple. II, por me chamar a atenção para isso.

[19] Poderia o governo aumentar a proporção entre investimento e consumo *elevando* os impostos de algum modo? Ele não poderia cobrar impostos *somente* sobre o consumo nem se quisesse; pode-se demonstrar (e o professor Harry Gunnison Brown fez um enorme esforço para demonstrá-lo) que

Qualquer redução nos impostos, ou nas regulamentações que interferem no livre mercado, estimulará a atividade econômica saudável; qualquer aumento nos impostos ou quaisquer outras intervenções vão deprimir ainda mais a economia.

Em suma, a política governamental adequada numa depressão é o estrito *laissez-faire*, incluindo um rigoroso corte no orçamento, juntamente, talvez, com incentivos positivos à contração do crédito. Há décadas esse tipo de programa é rotulado de "ignorante", de "reacionário" ou de "neandertal" pelos economistas convencionais. Pelo contrário: essa é a política claramente ordenada pela ciência econômica àqueles que desejam encerrar a depressão da maneira mais rápida e mais limpa possível.[20]

Poder-se-ia objetar que a depressão só começou quando acabou a expansão do crédito. Por que o governo não poderia continuar expandindo o crédito indefinidamente? Em primeiro lugar, quanto mais tempo durar o *boom* inflacionário, mais doloroso e rigoroso será o necessário processo de ajuste. Em segundo lugar, o *boom* não pode continuar indefinidamente, porque em algum momento o público desperta para a política governamental de inflação permanente, e foge do dinheiro indo para os bens, comprando enquanto o dólar vale mais do que valerá no futuro. O resultado será uma inflação "descontrolada" ou *hiperinflação*, bem conhecida na história, particularmente do mundo moderno.[21] A hiperinflação é, sob qualquer aspecto, muito pior do que qualquer depressão: ela destrói a moeda – o próprio sopro vital da economia; ela arruína e arrasa a classe média e todos os "grupos de renda fixa"; ela causa uma destruição sem limites. E, como se não bastasse, ela acaba levando ao desemprego e a padrões de vida inferiores, já que pouco sentido faz trabalhar se a renda recebida deprecia

---

qualquer imposto que pretenda atingir apenas o "consumo" se torna, no mercado, um imposto sobre as rendas, ferindo tanto a poupança quanto o consumo. Se presumirmos que os pobres consomem uma proporção maior de sua renda do que os ricos, podemos dizer que um imposto para os pobres usado para subsidiar os ricos vai aumentar a proporção entre poupança e consumo e assim ajudar a curar uma depressão. Por outro lado, os pobres não têm preferências temporais superiores às dos ricos, e os ricos podem perfeitamente tratar os subsídios governamentais como um lucro inesperado a ser consumido. Além disso, Harold Lubell afirma que os efeitos de uma *mudança* na distribuição de renda para o consumo da sociedade seriam desprezíveis, mesmo quando a proporção absoluta do consumo é maior entre os pobres. Ver Harry Gunnison Brown, "The Incidence of a General Output or a General Sales Tax", *Journal of Political Economy* (abril de 1939); 254–62; Harold Lubell, "Effects of Redistribution of Income on Consumers' Expenditures", *American Economic Review* (março de 1947): 157–70.

[20] A defesa de qualquer política governamental tem de basear-se, em última análise, num sistema de princípios éticos. Neste livro não se tenta discutir ética. Aqueles que *desejarem* prolongar uma depressão, por quaisquer razões, naturalmente vão apoiar com entusiasmo essas intervenções governamentais, assim como aqueles cuja prioridade é aumentar o poder nas mãos do estado.

[21] Para o tratamento clássico da hiperinflação, ver Costantino Bresciani-Turroni, *The Economics of Inflation* (Londres: George Allen and Unwin, 1937).

a cada instante. Para evitar essa calamidade, então, a expansão do crédito tem de parar em algum momento, e isso trará à tona uma depressão.

Para impedir as depressões

Impedir uma depressão é obviamente melhor do que ter de passar por ela. Se a política governamental adequada durante uma depressão é o *laissez-faire*, o que ele deveria fazer para impedir que uma depressão comece? Obviamente, como a expansão do crédito necessariamente lança as sementes da depressão posterior, o melhor que o governo tem a fazer é impedir qualquer expansão inflacionária do crédito. Essa injunção não é muito difícil, porque a tarefa mais importante do governo é *abster-se ele mesmo* de gerar inflação. Afinal, o governo é uma *instituição intrinsecamente inflacionária*, e por conseguinte quase sempre provocou, incentivou e dirigiu os *booms* inflacionários. O governo é intrinsecamente inflacionário porque, ao longo dos séculos, foi adquirindo o controle do sistema monetário. Ter o poder de imprimir dinheiro (inclusive o poder de "imprimir" depósitos bancários) lhe dá o poder de servir-se de uma fonte imediata de renda. A inflação é uma forma de imposto, porque o governo pode criar dinheiro novo do nada e usá-lo para tirar recursos de indivíduos privados, impedidos por duras penas de praticar "falsificações" similares. Para as autoridades governamentais e para seus grupos favoritos, a inflação é portanto um agradável substituto dos impostos, além de ser um substituto sutil, que o público em geral pode facilmente ignorar – e pode ser incentivado a ignorar. O governo também pode colocar a culpa pelos preços crescentes, que são a consequência inevitável da inflação, no público em geral ou em alguns segmentos indesejados do público, como por exemplo as empresas, os especuladores ou os estrangeiros. Somente a improvável adoção de uma doutrina econômica sólida poderia levar o público a colocar a responsabilidade em seu devido lugar: no colo do próprio governo.

Os bancos privados, é verdade, podem eles mesmos inflacionar a oferta monetária ao emitir mais títulos de crédito de moeda padrão (ouro ou papel do governo) do que jamais poderiam resgatar. Um depósito bancário equivale a um recibo de armazém por dinheiro, recibo que o banco promete resgatar em qualquer momento que o cliente desejar tirar seu dinheiro dos cofres do banco. Todo o "sistema bancário de reservas fracionárias" envolve a emissão de recibos que não têm como ser redimidos. Mas Mises mostrou que, em si mesmos, os bancos privados não conseguiriam infla-

cionar tanto a oferta monetária.[22] Em primeiro lugar, cada banco veria seus "pseudo"-recibos emitidos *sem cobertura* (sem cobertura de dinheiro) rapidamente transferidos para os clientes de outros bancos, os quais pediriam o resgate ao banco. Assim, quanto menor a clientela de cada banco, menor seria o escopo para sua emissão de pseudo-recibos. Todos os bancos poderiam reunir-se e concordar em expandir à mesma proporção, mas esse acordo seria difícil de pôr em prática. Em segundo lugar, os bancos ficariam limitados pelo grau em que o público usasse as notas ou depósitos bancários como dinheiro padrão; e, em terceiro lugar, eles seriam limitados pela confiança dos clientes em seus bancos, que poderiam ser arruinados por corridas a qualquer momento.

Em vez de impedir a inflação proibindo o sistema bancário de reserva fracionária por ser uma fraude, os governos caminharam uniformemente na direção oposta, e pouco a pouco foram removendo os freios do livre mercado à expansão do crédito bancário, ao mesmo tempo em que se colocaram na posição de dirigir a inflação. De várias maneiras, eles fortaleceram artificialmente a confiança do público nos bancos, incentivaram o uso, pelo público, de papel e de depósitos em vez de ouro (até que criminalizaram o ouro) e arrebanharam todos os bancos sob um único teto para que todos eles pudessem expandir-se juntos. O principal dispositivo por meio do qual esses objetivos foram atingidos foi o Banco Central, instituição que os Estados Unidos finalmente adquiriram na forma do Federal Reserve System em 1913. O Banco Central permitiu a centralização e a absorção do ouro em cofres do governo, ampliando enormemente a base nacional para a expansão do crédito[23]; ele também garantiu que os bancos agissem de maneira uniforme porque suas reservas deveriam existir como depósitos no Banco Central, e não em ouro. Quando o Banco Central é estabelecido, cada banco privado deixa de guiar sua política por sua reserva de ouro particular; todos os bancos agora estão atados à ação do Banco Central, e por ela são regulados. O Banco Central, além disso, ao proclamar sua função de "emprestador de última instância" aos bancos em dificuldades, aumenta enormemente a confiança do público no sistema bancário, porque todos presumem tacitamente que o governo jamais permitiria que seu próprio órgão – o Banco Central – falisse. Um Banco Central, mesmo no padrão ouro, pouco tem a temer quanto a demandas de ouro de seus próprios cidadãos. Somente fugas do ouro para países estrangeiros (isso é,

[22] Ver Mises, *Human Action*, pp. 429–45, e *The Theory of Money and Credit* (New Haven, Conn.: Yale University Press, 1953).

[23] Quando o ouro – que anteriormente compunha as reservas bancárias – é transferido para um banco central recém-estabelecido, este mantém apenas uma reserva fracionária, e assim a base total de crédito e a oferta monetária potencial são ampliadas. Ver C. A. Phillips, T. F. McManus e R. W. Nelson, *Banking and the Business Cycle* (Nova York: Macmillan, 1937), pp. 24ss.

para não-clientes do Banco Central) poderiam causar preocupação.

O governo assegurou que o Federal Reserve controlaria os bancos (1) dando ao Federal Reserve System (FRS) o monopólio da emissão de cédulas; (2) obrigando todos os "bancos nacionais" que existiam a juntar-se ao Federal Reserve System, e a manter todas as suas reservas legais como depósitos no Federal Reserve[24]; e (3) fixando a proporção mínima entre reservas de depósitos no FRS e reservas de depósitos bancários (moeda em poder do público). Além disso, o estabelecimento do FRS foi inflacionário ao reduzir diretamente as exigências existentes relativas às proporções de reservas mínimas.[25] O FRS podia então controlar o volume de dinheiro regulando duas coisas: o volume de reservas bancárias e as reservas mínimas exigidas por lei. O FRS pode regular o volume de reservas bancárias (de maneiras que serão explicadas posteriormente), e o governo estabelece a proporção legal, ainda que se admita que o controle sobre a oferta monetária não é perfeito, uma vez que os bancos podem manter "um excesso de reservas". Normalmente, porém, garantido pela existência de um emprestador de última instância, e lucrando por maximizar seus ativos e depósitos, cada banco se manterá totalmente "emprestado" até o limite da proporção legal.

Enquanto o sistema bancário desregulamentado privado seria mantido dentro de estreitos limites e seria muito menos inflacionário do que a manipulação do Banco Central[26], a maneira mais clara de impedir a inflação é criminalizar o sistema bancário de reserva fracionária, e impor uma reser-

---

[24] Muitos "bancos estaduais" foram induzidos a participar do FRS por apelos patrióticos e por ofertas de serviços gratuitos. Mesmo os bancos que decidiram não participar são, porém, controlados *de facto* pelo FRS, porque, para obter papel-moeda, eles precisam manter reservas em algum banco membro.

[25] A média das reservas mínimas de todos os bancos antes de 1913 estava estimada em cerca de 21%. Em meados de 1917, quando o FRS já estava plenamente formado, a proporção média exigida era de 10%. Philips et al. estimam que o impacto inflacionário intrínseco do FRS (observado duas notas atrás) triplicou a capacidade expansionista do sistema bancário. Assim, os dois fatores (o impacto intrínseco e a redução deliberada das reservas mínimas) combinaram-se para inflacionar o potencial monetário do sistema bancário americano como resultado da criação do FRS. Ver Phillips et al., *Banking and the Business Cycle*, pp. 23ss.)

[26] Os horrores do "*wildcat banking*" nos Estados Unidos antes da Guerra Civil derivaram de dois fatores, ambos originados do governo e não do sistema bancário livre: (1) Desde os primórdios do sistema bancário, em 1814 e em todas as corridas que se seguiram, os governos estaduais permitiram que os bancos continuassem a operar, fazendo e cobrando empréstimos etc., sem ter de oferecer seu resgate em espécie. Em suma, os bancos tinham o privilégio de operar sem pagar suas obrigações. (2) Proibições de filiais bancárias em outros estados (que ainda existem), junto com o transporte ruim, impediam que os bancos demandassem o resgate imediato de suas notas de bancos distantes. [Nota de Leandro Roque: Bancos *wildcat* eram bancos que emitiam suas próprias notas bancárias (papel-moeda). Muitos desses bancos foram organizados mais com o propósito de emitir notas do que receber depósitos e fazer empréstimos. Muitos falharam. O nome vem do fato de eles estarem localizados em áreas de difícil acesso, habitadas por gatos selvagens.]

va mínima de 100% de ouro a todas as notas e depósitos. Por exemplo, não é provável que surgissem cartéis bancários em sistemas desregulamentados ou "livres", mas mesmo assim eles poderiam aparecer. O professor Mises, ao mesmo tempo que reconhece os méritos econômicos superiores do sistema de 100% de reservas de ouro ao sistema bancário livre, prefere este último porque reservas de 100% outorgariam ao governo o controle bancário, e o governo poderia facilmente mudar essas exigências para conformar-se a seu viés inflacionista.[27] Mas um sistema de 100% de reservas mínimas em ouro não seria apenas mais um controle administrativo do governo; seria parte da proibição libertária jurídica à fraude. Todos, excetuando os pacifistas absolutos, admitem que a violência contra a pessoa e a propriedade deve ser criminalizada, e que as agências governamentais, operando sob essa lei geral, deveriam defender pessoas e propriedades de ataques. Os libertários, defensores do *laissez-faire*, acreditam que os "governos" deveriam restringir-se a ser meras agências de defesa. A fraude equivale ao roubo, porque a fraude é cometida quando uma parte de um contrato de troca é deliberadamente não cumprida após a propriedade do outro ter sido tomada. Os bancos que emitem recibos de ouro inexistente estão na verdade cometendo fraude, porque nesse caso é impossível que todos os proprietários (de títulos de ouro) resgatem sua legítima propriedade. Portanto, a proibição dessas práticas não seria um ato de *intervenção* do governo no livre mercado; seria parte da *defesa* jurídica geral da propriedade contra ataques, o que é uma exigência de um mercado livre.[28, 29]

Qual teria sido, então, a política governamental correta durante a década de 1920? O que o governo deveria ter feito para impedir o *crash*? A melhor política teria sido fechar o Federal Reserve System, e estabelecer

---

[27] Mises, *Human Action*, p. 440.

[28] Uma analogia comum diz que os bancos simplesmente contam com o fato de que as pessoas não vão redimir toda a sua propriedade de uma vez, e que os engenheiros que constroem pontes também trabalham com a premissa de que nem todo mundo numa cidade vai querer cruzar a ponte ao mesmo tempo. Mas esses exemplos são totalmente diferentes. As pessoas que cruzam uma ponte estão simplesmente pedindo um serviço; *elas não estão tentando tomar posse de sua legítima propriedade*, assim como os depositantes bancários. Uma analogia mais adequada defenderia os fraudadores que nunca seriam pegos se ninguém fosse inspecionar seus registros. O crime acontece quando o roubo ou a fraude são *cometidos*, não quando enfim são descobertas.

[29] Talvez um sistema jurídico libertário considerasse que "recibos gerais de depósitos" (que permitem que um armazém devolva qualquer bem homogêneo ao depositante) são "recibos específicos de depósito", que, como os recibos de cargas, as cautelas de penhores, recibos de docas etc., estabelecem a propriedade de objetos específicos e identificados. Nas palavras de Jevons, "costumava-se aceitar, como regra geral de direito, que qualquer atribuição ou doação de bens inexistentes não tinha eficácia". Ver W. Stanley Jevons, *Money and the Mechanism of Exchange* (Londres: Kegan Paul, 1905), pp. 207–12. Para uma excelente discussão dos problemas de um sistema de reserva fracionária de dinheiro,ver Amasa Walker, *The Science of Wealth* (3ª ed., Boston: Little, Brown, 1867), pp. 126–32, especialmente pp. 139–41.

um sistema de 100% de reservas monetárias em ouro; se não isso, deveria fechar o FRS e deixar os bancos privados sem regulação, mas sujeitos à falência imediata e rigorosa se não pudessem resgatar suas notas e depósitos. Se não tomasse essas medidas drásticas, e considerando a existência do Federal Reserve System, qual deveria ter sido sua política? O governo deveria vigiar permanentemente para não inflacionar a expansão do crédito nem permitir que ela fosse inflacionada. Vimos que o Fed – o Federal Reserve System – não tem controle absoluto da moeda porque não pode forçar os bancos a emprestar até o limite de suas reservas; mas tem controle anti-inflacionário absoluto sobre o sistema bancário, porque tem o poder de reduzir as reservas a seu bel prazer, e com isso forçar os bancos a parar de inflacionar, e até a contrair, se necessário. Seja reduzindo o volume de reservas bancárias, seja aumentando as reservas mínimas exigidas, o governo federal, na década de 1920 assim como hoje, tem o poder absoluto de impedir qualquer aumento no volume total de dinheiro e de crédito. É verdade que o FRS não tem controle direto sobre criadores de moeda como as caixas econômicas, as associações financeiras e companhias de seguros de vida, mas qualquer expansão do crédito vinda dessas fontes poderia ser contrabalançada pela pressão deflacionária sobre os bancos comerciais. Isso é especialmente verdade porque os depósitos dos bancos comerciais (1) formam a base monetária para o crédito estendido às demais instituições financeiras e (2) são a parte da oferta monetária que circula mais ativamente. Considerando o Federal Reserve System e seu poder absoluto sobre a moeda nacional, cabe o governo federal, desde 1913, assumir toda a responsabilidade por qualquer inflação. Os bancos não podem inflacionar sozinhos; toda expansão de crédito só pode acontecer com o apoio e a aquiescência do governo federal e suas autoridades no Federal Reserve. Os bancos na prática são joguetes do governo, e isso desde 1913. Qualquer culpa pela expansão do crédito e pela consequente depressão cabe exclusivamente ao governo federal, e somente a ele.[30]

[30] Alguns autores fazem muito barulho a respeito da ficção jurídica de que os bancos membros são "donos" do Federal Reserve System. Na prática, isso significa simplesmente que esses bancos pagam impostos para ajudar a pagar pelo funcionamento do Federal Reserve. Se os bancos privados realmente são "donos" do Fed, então como suas autoridades são nomeadas pelo governo, e seus "proprietários" são obrigados a "possuir" o Federal Reserve por força de um estatuto governamental? Os bancos do Federal Reserve deveriam ser considerados nada mais do que agências governamentais.

Problemas na teoria austríaca do ciclo econômico

A "presunção" de pleno emprego

Antes de passar à discussão de teorias alternativas do ciclo econômico, é preciso esclarecer diversas concepções equivocadas consagradas pelo tempo. Duas delas já foram refutadas pelo professor Mises: (1) que a teoria austríaca "presume" a existência prévia do "pleno emprego", e portanto não vale se a expansão do crédito começa enquanto há fatores desempregados, e (2) que a teoria descreve o *boom* como período de "sobre-investimento". Sobre o primeiro ponto, os fatores desempregados podem ser ou trabalho ou bens de capital. (Sempre haverá *terra* desempregada, sub-marginal, disponível.) A inflação só vai empregar fatores de trabalho se seus proprietários, apesar de, em outras circunstâncias, poderem ficar esperando um salário real maior do que aquele que o livre mercado pode oferecer, cometam a burrice de aceitar um salário real menor se ele for camuflado por um aumento no custo de vida. Quanto aos bens de capital ociosos, estes podem ter sido total e irremediavelmente mal investidos num *boom* anterior (ou em algum outro momento) e estarem irremediavelmente perdidos por muito tempo ou para sempre. Uma expansão do crédito pode fazer parecer que o capital sub marginal seja lucrativo novamente, mas isso também será um *mal-investimento*, e o erro agora ainda maior será revelado quando o *boom* acabar. Assim, a expansão do crédito gera o ciclo econômico existindo fatores desempregados ou não. A expansão do crédito em meio ao desemprego criará mais distorções e mal-investimentos, retardará a recuperação do *boom* anterior, e fará com que uma recuperação mais rigorosa seja necessária no futuro. Se é verdade que os fatores desempregados não são agora desviados de usos mais valiosos como seriam os fatores empregados (já que eles estavam ociosos por causa da especulação, ou mal-investidos em vez de empregados), os outros fatores complementares serão desviados para trabalhar com eles, e esses fatores serão mal-investidos e desperdiçados. Além disso, todos os demais efeitos distorcivos da expansão de crédito se seguirão, e será necessária uma depressão para corrigir a nova distorção.[31]

[31] Ver Mises, *Human Action*, pp. 576–78. O professor Hayek, em sua conhecida (e excelente) exposição da teoria austríaca, logo mostrou como a teoria se aplica inteiramente à expansão do crédito em meio a fatores desempregados. Hayek, *Prices and Production*, pp. 96–99.

"Sobre-investimento" ou "mal-investimento"?

A segunda concepção equivocada, tornada corrente por Haberler em seu famoso *Prosperity and Depression*, diz que a descrição misesiana do *boom* é uma teoria do "sobre-investimento".[32] Mises demonstrou brilhantemente o erro desse rótulo. Como afirma Mises:

> O investimento adicional só é possível na medida em que há uma oferta adicional de bens de capital disponíveis... O boom em si não resulta numa restrição, e sim num aumento no consumo, ele não obtém mais bens de capital para novos investimentos. A essência da expansão do boom de expansão do crédito não é um sobre-investimento, mas investimento equivocado, isso é, mal-investimento… numa escala para a qual os bens de capital disponíveis não são suficientes. Seus projetos são irrealizáveis por causa da oferta insuficiente de bens de capital… O fim inevitável da expansão do crédito faz com que os erros cometidos se tornem visíveis. Existem fábricas que não podem ser utilizadas porque não existem as fábricas necessárias para a produção dos fatores de produção complementares; fábricas cujos produtos não podem ser vendidos porque os consumidores antes preferem comprar outros bens, que, no entanto, não são produzidos em quantidades suficientes.
>
> O observador percebe apenas os mal-investimentos que são visíveis e não nota que esses estabelecimentos são mal-investimentos só porque não existem outras fábricas – aquelas necessárias para a produção dos fatores de produção complementares e aquelas necessárias para a produção de bens de consumo mais urgentemente demandados pelo público… A classe empresarial inteira fica como que na posição de um construtor [que]… superestima a quantidade da oferta disponível [de materiais]… supervisiona a construção das fundações… e só depois descobre… que não tem o material necessário para completar a estrutura. É óbvio que o erro de nosso construtor não foi um sobre-investimento, mas um [investimento] inapropriado.[33]

---

[32] Haberler, *Prosperity and Depression*, cap. III.

[33] Mises, *Human Action*, pp. 556–57. Mises também refuta a antiga ideia de que o *boom* é caracterizado por uma conversão indevida de "capital em circulação" em "capital fixo". Se isso fosse verdade, então a crise revelaria uma carência de capital em circulação, e aumentaria enormemente os preços de, por exemplo, matérias primas para a indústria. Contudo, essas matérias primas estão precisamente entre aquelas que a crise revelou serem superabundantes, isso é, recursos que foram mal investidos no capital "em circulação" e também "fixo" nos estágios superiores da produção.

Alguns críticos insistiram que, se o *boom* continuar por tempo suficiente, esses processos podem enfim "completar-se". Mas isso é interpretar a metáfora de modo excessivamente literal. O importante é que a expansão do crédito distorce o investimento ao dirigir uma parte excessiva do capital disponível para as ordens superiores de produção, deixando uma parte pequena demais para as ordens inferiores. O mercado desimpedido garante que uma estrutura complementar de capital se desenvolva harmoniosamente; a expansão do crédito bancário trava o mercado e destrói os processos que criam uma estrutura equilibrada.[34] Quanto mais longo for o *boom*, maiores serão as distorções e os mal-investimentos.

Bancos: ativos ou passivos?

Durante a década de 1930, houve muito interesse nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, pela teoria de Mises do ciclo econômico, interesse que infelizmente teve morte prematura, causada pela empolgação com a "revolução keynesiana". Os adeptos estavam divididos em torno de uma questão importante: Mises dizia que o ciclo sempre é gerado por um sistema bancário intervencionista, e seus seguidores diziam que com frequência os bancos erram por ser passivos e não elevar suas taxas de juros rápido o suficiente.[35] Os adeptos diziam que, por alguma razão, a "taxa natural" de juros poderia subir, e que os bancos, que afinal não são oniscientes, poderiam inadvertidamente causar o ciclo simplesmente por manter sua taxa de juros antiga, que agora estaria abaixo da taxa de livre-mercado.

Em defesa da posição "anti-bancos" de Mises, devemos em primeiro lugar observar que a taxa de juros natural, ou "taxa de lucros" não sobe de repente por causa de vagas melhorias em "oportunidades de investimento". A taxa natural aumenta porque as preferências temporais sobem.[36] Mas como podem os bancos forçar no mercado taxas de juros abaixo das

[34] Para uma estimulante discussão de alguns desses processos, ver Ludwig M. Lachmann, *Capital and Its Structure* (Londres: London School of Economics, 1956).

[35] Para a posição "pró-bancos" relativa a essa questão, ver F. A. Hayek, *Monetary Theory and the Trade Cycle* (Nova York: Harcourt, Brace, 1933), pp. 144–48; Fritz Machlup, *Stock Market, Credit and Capital Formation* (Nova York: Macmillan, 1940), pp. 247–48; Haberler, *Prosperity and Depression*, pp. 64–67. Para o outro lado, ver os breves comentários de Mises, *Human Action*, pp. 570, 789n; e Phillips et al. *Banking and the Business Cycle*, pp. 139ss.

[36] O erro dos seguidores vem de eles não adotarem a teoria da preferência temporal pura dos juros de Fetter e Mises, e de aferrarem-se a elementos ecléticos de "produtividade"em sua explicação dos juros. Ver as referências mencionadas na nota 13.

taxas do livre mercado? Somente *expandindo seu crédito!* Para evitar o ciclo econômico, então, não é necessário que os bancos sejam oniscientes; eles só precisam abster-se de expandir o crédito. Se eles se abstiverem, os empréstimos feitos com seu próprio capital não vão expandir a oferta monetária, mas simplesmente assumir seu lugar entre outras poupanças como um dos determinantes da taxa de juros do livre mercado.[37]

Hayek acredita que a teoria de Mises é de algum modo deficiente porque é exógena – porque ela afirma que a geração de ciclos econômicos deriva dos atos intervencionistas e não de atos do próprio mercado. Eis um raciocínio difícil de compreender. Ou os processos são analisados da maneira correta, ou da incorreta; o único teste de qualquer análise é sua verdade, e se é exógena ou endógena. Se o processo é *realmente* exógeno, então a análise deveria revelar esse fato; o mesmo vale para os processos endógenos. A teoria não ganha nenhuma virtude particular por ser exógena ou endógena.

Recorrência dos ciclos

Outra crítica comum afirma que a teoria de Mises consegue explicar qualquer ciclo de prosperidade e depressão *individualmente*, mas não explica outro fenômeno familiar dos ciclos econômicos – sua perpétua recorrência. Por que um ciclo começa quando o outro termina? Contudo, a teoria de Mises explica *sim* a recorrência, e sem exigir que adotemos a hipótese conhecida, mas jamais provada, de que os ciclos "geram a si próprios" – que certos processos misteriosos dentro de um ciclo levam a outro ciclo sem tender a uma condição de equilíbrio. O pressuposto da autogeração viola a lei geral da tendência da economia para o equilíbrio, ao passo que a teoria de Mises pela primeira vez consegue integrar a teoria do ciclo econômico na concepção estrutural da teoria econômica. A recorrência vem do fato de que os bancos sempre tentarão inflacionar o crédito se puderem, e o governo quase sempre vai apoiá-los e incentivá-los. Os lucros bancários derivam principalmente da expansão do crédito, e por isso eles tenderão a inflacionar o crédito o máximo que puderem, até serem freados.[38] O governo também é intrinsecamente inflacionário. Os bancos

---

[37] Mises observa (*Human Action*, p. 789n) que se os bancos simplesmente reduzissem as cobranças de juros sobre seus empréstimos sem expandir o crédito, eles estariam dando presentes aos devedores, e não estariam gerando um ciclo econômico.

[38] Walker, *The Science of Wealth*, pp. 145ss.; ver também p. 159.

> [Os b]ancos devem constantemente desejar aumentar seus empréstimos, emitindo seu pró-

são forçados a interromper sua expansão do crédito por causa da força combinada das fugas externas e internas, e, durante a deflação, as fugas, e os temores de falência, forçam-nos a contrair o crédito. Quando acaba a tempestade e chega a recuperação, os bancos e os governos têm novamente a liberdade de inflacionar, e começam a fazê-lo. Daí a recorrência contínua dos ciclos econômicos.

Mudanças no ouro e o ciclo

Em um ponto importante da teoria dos ciclos econômicos este autor é relutantemente forçado a tomar um caminho distinto do de Mises. Em *Ação Humana*, Mises primeiro investigou as leis de uma economia de livre mercado, e depois analisou as diversas formas de intervenção coerciva no livre mercado. Ele admite que tinha considerado relegar a teoria do ciclo econômico para a parte sobre intervenção, mas depois manteve a discussão na parte do volume sobre o livre mercado. Ele fez isso porque acreditava que um ciclo de *boom* e recessão também poderia ser gerado por um aumento da moeda em ouro, desde que o ouro entrasse no mercado de empréstimos antes de seus efeitos de aumentos de preços se completarem. Claro que, na prática, a faixa potencial desses efeitos cíclicos é fortemente limitada: a oferta de ouro é limitada pelas fortunas da mineração de ouro, e apenas uma fração do novo ouro entra no mercado de empréstimos antes de influenciar preços e salários. Mesmo assim, resta um importante problema teórico: será que é possível que um ciclo de *boom* e depressão em qualquer grau seja gerado numa economia que siga 100% o padrão-ouro? Pode um mercado livre puro passar por ciclos econômicos, mesmo que limitados em sua extensão? Uma distinção crucial entre uma expansão de crédito e a entrada de novo ouro no mercado de empréstimos é que a expansão do crédito bancário *distorce* o reflexo do mercado dos padrões das preferências temporais voluntárias; o influxo de ouro *corporifica mudanças* na estrutura das preferências temporais voluntárias. Descartando quaisquer mudanças permanentes na distribuição de renda causadas pela mudanças no ouro, as preferências temporais podem cair temporariamente durante o período de transição, antes que o efeito da maior quantidade de ouro no sistema de preços se complete. (Por outro lado, as preferências temporais podem temporariamente aumentar.) É esse o caso observado por Mises.

---

prio crédito na forma de circulação e de depósitos. Quanto mais eles conseguirem pôr para fora, maior a renda. É esse o motivo de poder que garante a expansão constante de uma moeda mista [de reserva fracionária] até o máximo limite possível. Os bancos sempre aumentarão seu endividamento enquanto puderem, e só o contrairão quando precisarem.

Eis um exemplo em que se pode esperar que a poupança primeiro aumente e depois diminua. Certamente pode haver outros casos em que as preferências temporais vão mudar subitamente no livre mercado, primeiro caindo, depois subindo. Essa última mudança sem dúvida causará uma "crise" e um reajuste temporário aos mal-investimentos, mas seria mais adequado considerá-los *flutuações* irregulares como os ciclos econômicos do que processos regulares dele. Além disso, os empreendedores são treinados para avaliar as mudanças e evitar os erros. Eles podem enfrentar flutuações irregulares, e certamente deveriam ser capazes de lidar com os resultados de um influxo de ouro, resultados que são mais ou menos previsíveis. Eles não poderiam prever os resultados de uma expansão do crédito, porque a expansão do crédito interferiu em todas as suas referências, distorceu as taxas de juros e os cálculos de capital. Essa interferência não acontece quando há um influxo de ouro na economia, e a capacidade normal de previsão dos empreendedores pode funcionar a pleno vapor. Devemos, portanto, concluir que não podemos aplicar o rótulo de "ciclo econômico" a quaisquer processos do livre mercado. Certamente ocorrerão flutuações irregulares em resposta a mudanças nas preferências e nos recursos do consumidor, e às vezes seu resultado serão perdas agregadas. Mas a distorção regular e sistemática que invariavelmente termina num aglomerado de erros econômicos e na depressão – o fenômeno característico dos "ciclo econômico" – só pode vir da intervenção do sistema bancário no mercado.[39]

[39] Para uma análise um tanto similar dos fluxos de ouro internacionais, ver F. A. Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability* (Nova York: Longmans, Green, 1937), pp. 24s. Ver também Walker, *The Science of Wealth*, p. 160.

II

Críticas keynesianas à teoria[1]

Existem duas críticas keynesianas mais comuns da teoria de Mises do ciclo econômico. Uma censura os seguidores de Mises por identificar *poupança* e *investimento*. Poupança e investimento, acusam os keynesianos, são dois processos inteiramente distintos, realizados por dois conjuntos de pessoas sem nenhuma ou quase nenhuma relação entre si; a identificação "clássica" de poupança e investimento é portanto ilegítima. A poupança "vaza" do fluxo consumo-gastos; os investimentos jorram de alguma outra fase dos gastos. Por conseguinte, o que o governo deve fazer numa depressão é, segundo os keynesianos, estimular os investimentos e desestimular a poupança, de modo que os gastos totais aumentem.

Poupança e investimento estão ligados indissoluvelmente. É impossível incentivar uma e desincentivar o outro. Tirando o crédito bancário, a única fonte de onde podem vir os investimentos é a poupança (e vimos o que acontece quando os investimentos são financiados pelo crédito bancário). Não só os consumidores poupam diretamente, mas também os consumidores em sua capacidade de homens de negócios independentes ou de proprietários de empresas. Mas será que a poupança não pode ser "entesourada"? Esse, porém, é um jeito artificial e enganoso de formular a questão. Consideremos as possíveis alocações que uma pessoa pode dar a seus ativos monetários:

Ela pode (1) gastar moeda consumindo; (2) gastá-la investindo; (3) acrescentando-a a seu saldo líquido ou subtraindo-a de saldos líquidos

[1] F. A. Hayek submeteu o *Treatise on Money* [*Tratado sobre a Moeda*] de J. M. Keynes (o entusiamo por sua *Teoria Geral* fez com que o *Treatise* ficasse relativamente esquecido) a uma crítica séria e profunda, e boa parte dela se aplica ao volume posterior. Assim, Hayek observou que Keynes simplesmente presumia que um lucro agregado igual a zero era suficiente para manter o capital, ao passo que lucros nos estágios interiores combinados com perdas iguais nos estágios superiores reduziriam a estrutura do capital; Keynes ignorou os vários estágios da produção; ignorou as mudanças no valor do capital e negligenciou a identidade entre empreendedores e capitalistas; não deu a devida importância à substituição da estrutura de capital; não levou em conta que os diferenciais de preço nos estágios de produção são a origem dos juros; e não percebeu que, em última instância, a questão com que os empresários se deparam não é se devem investir em bens de consumo ou investir em bens de capital, mas se devem investir em bens de capital que renderão bens de consumo numa data *mais próxima ou mais distante*. Em geral, a opinião de Hayek era que Keynes ignorava a teoria do capital e a teoria dos juros reais, particularmente a de Böhm-Bawerk, crítica confirmada pelas observações de Keynes sobre a teoria de Mises sobre os juros. Ver John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (Nova York: Harcourt, Brace, 1936 [Tradução brasileira por Mário Ribeiro da Cruz, *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Atlas, 1982]), pp. 192–93; F. A. Hayek, "Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J. M. Keynes", *Economica* (agosto de 1931): 270–95; e idem, "A Rejoinder to Mr. Keynes", *Economica* (novembro de 1931): 400–02.

anteriores. É esse o total de alternativas. Os keynesianos presumem, da maneira mais artificiosa, que ela *primeiro* decide quanto consumir ou não, chamando esse não-consumo de *poupança*, e *depois* decide quanto investir e quanto "vazar" nos entesouramentos. (Isso, é claro, é o neo-keynesianismo e não a pura ortodoxia keynesiana, que expulsa o entesouramento pela porta da frente e o convida a entrar pela porta de trás.) Essa abordagem é demasiado artificial, confirmando a acusação de Sir Dennis Robertson de que os keynesianos são incapazes de "visualizar mais do que duas margens ao mesmo tempo"[2] Está claro que nosso indivíduo decide de um golpe só como alocar sua renda em três canais diferentes. Além disso, ele divide as alocações entre as diversas categorias a partir de duas utilidades abrangentes: *suas preferências temporais* decidem sua alocação entre consumo e investimento (entre gastar no presente ou consumir no futuro); *sua utilidade monetária* decide quanto ele manterá em seu saldo líquido. A fim de *investir* recursos no futuro, ele precisa restringir seu consumo e *poupar* recursos. Essa restrição é sua poupança, e por isso poupança e investimento sempre se equivalem. Os dois termos podem ser usados praticamente um como sinônimo do outro.

Essas diversas valorações individuais somadas resultam nas proporções sociais de preferências temporais e na demanda social por dinheiro. Se a demanda das pessoas por saldos líquidos aumenta, não dizemos que se trata de "poupança vazando para o entesouramento"; simplesmente dizemos que a demanda por moeda aumentou. No agregado, os saldos líquidos totais só podem subir na medida em que a oferta monetária total sobe, já que as duas coisas são idênticas. Mas os saldos líquidos *reais* só podem aumentar por meio de um aumento no valor do dólar. Se se permitir que o valor do dólar suba (permitindo-se que os preços caiam) sem impedimento, esse aumento na demanda não causará qualquer deslocamento, e as depressões não serão agravadas. A doutrina keynesiana presume artificialmente que a qualquer aumento (ou diminuição) nos entesouramentos corresponderá uma queda (ou um aumento) equivalente nos fundos investidos. Mas isso não está correto. A demanda monetária não tem qualquer relação com as proporções de preferências temporais que as pessoas venham a adotar; um aumento no entesouramento, portanto, poderia igualmente vir de uma redução no consumo reduzido ou no investimento. Em suma, as proporções entre poupança, investimento e consumo são determinadas pelas preferências temporais dos indivíduos; a proporção entre gastos e saldo líquido é determinada por suas demandas monetárias.

[2] Dennis H. Robertson, "Mr. Keynes and the Rate of Interest", em *Readings in the Theory of Income Distribution* (Filadélfia: Blakiston, 1946), p. 440. Ver também o artigo de Carl Landauer, "A Break in Keynes's Theory of Interest", *American Economic Review* (junho de 1937): 260–66.

A "armadilha" de liquidez

A principal arma do arsenal keynesiano de explicações das depressões é a "armadilha de liquidez". Ela não é exatamente uma crítica da teoria de Mises, mas é a última linha da defesa keynesiana de suas próprias "curas" inflacionárias para a depressão. Os keynesianos afirmam que a "preferência por liquidez" (demanda monetária) pode ser tão persistentemente alta que a taxa de juros não conseguiria cair o bastante para estimular investimentos suficientes para tirar a economia da depressão. Essa afirmação presume que a taxa de juros é determinada pela "preferência por liquidez" em vez da preferência temporal; e ela também presume, outra vez, que a ligação entre poupança e investimento é realmente muito tênue, exercendo-se apenas provisoriamente *por meio* da taxa de juros. Mas, pelo contrário, a questão não é a poupança e o investimento sofrerem cada um a ação da taxa de juros; na verdade, a poupança, o investimento e a taxa de juros são, individualmente e no conjunto, todos determinados *simultaneamente* pelas preferências temporais individuais no mercado. A preferência por liquidez não tem nada a ver com isso. Os keynesianos afirmam que se a demanda "especulativa" por dinheiro subir durante uma depressão, isso elevará a taxa de juros. Mas uma coisa não decorre necessariamente da outra de jeito nenhum. O aumento no entesouramento pode vir ou de fundos consumidos anteriormente, de fundos investidos anteriormente, ou de uma mistura de ambos que deixa inalterada a antiga proporção entre consumo e investimento. A menos que as preferências temporais mudem, a última alternativa será aquela adotada. Assim, a taxa de juros depende exclusivamente da preferência temporal, e de jeito nenhum da "preferência por liquidez". Na verdade, se o aumento dos entesouramentos vier principalmente do consumo, um aumento na demanda monetária fará com que as taxas de juros *caiam* – porque as preferências temporais caíram.

Com sua ênfase na armadilha de liquidez enquanto fator que contribui fortemente para agravar a depressão e perpetuar o desemprego, os keynesianos fazem muito barulho em torno do suposto fato de que as pessoas, numa crise financeira, *esperam* um aumento na taxa de juros, e portanto vão entesourar dinheiro em vez de comprar títulos e contribuir para taxas menores. É esse "entesouramento especulativo" que constitui a "armadilha de liquidez", e que supostamente indicaria a relação entre a preferência por liquidez e a taxa de juros. Mas aqui os keynesianos são iludidos por seu tratamento superficial da taxa de juros, que eles veem apenas como o preço dos contratos de empréstimo. A taxa de juros crucial, como indicamos, é a *taxa natural* – a "margem de lucro" no mercado. Como os empréstimos nada mais são do que uma forma de investimento, a taxa sobre os empréstimos é só um pálido reflexo da taxa natural. O que, então,

realmente significa uma expectativa de que as taxas de juros aumentem? Significa que as pessoas esperam um aumento na taxa de retorno líquido do mercado, com os salários e outros preços de bens de produção caindo *mais rápido* do que os preços dos bens de consumo. Mas isso não demanda qualquer explicação labiríntica; os investidores esperam quedas nos salários e em outros preços de fatores, e portanto seguram os investimentos em fatores até que a queda ocorra. Mas essa é a boa e velha especulação "clássica" sobre mudanças de preços. Essa expectativa, longe de ser um elemento *perturbador*, na verdade *acelera* o ajuste. Assim como toda especulação acelera o ajuste aos níveis adequados, também essa expectativa acelera a queda nos salários e em outros preços de fatores, acelerando a recuperação, e permitindo que a prosperidade normal volte bem mais rápido. O entesouramento "especulativo", longe de ser um bicho-papão da depressão, é na verdade um bem-vindo estimulante para uma recuperação mais rápida.[3]

Neo-keynesianos inteligentes como Modigliani admitem que somente uma preferência por liquidez "infinita" (uma demanda ilimitada por moeda) impedirá o retorno ao equilíbrio de pleno emprego no livre mercado.[4] Mas, como vimos, uma demanda especulativa pesada por moeda acelera o processo de ajuste. Além disso, a demanda por moeda nunca poderia ser *infinita* porque as pessoas precisam sempre continuar a consumir, em *algum* nível, independentemente de suas expectativas. Como as pessoas precisam continuar a consumir, elas também têm de continuar a produzir, de modo que pode haver ajuste e pleno emprego independentemente do grau de entesouramento. A omissão da justaposição de entesouramento e *consumo* deriva, mais uma vez, da negligência keynesiana de mais de duas margens ao mesmo tempo e de sua crença errônea de que o entesouramento reduz o investimento, e não o consumo.

---

[3] Para saber mais sobre os efeitos equilibradores das reduções salariais durante a depressão, ver a seção seguinte.

[4] Alguns dos golpes mais certeiros dados no sistema keynesiano vieram de fontes neokeynesianas amigas, mas implacáveis, como Franco Modigliani, "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money", em Henry Hazlitt, ed., *The Critics of Keynesian Economics* (Princeton, NJ: D. Van Nostrand, 1960), pp. 131–84; Erik Lindahl, "On Keynes' Economic System", *Economic Record* (maio e novembro de 1954): 19–32; 159–71. Como sintetiza Hutt:

> [A] aparente revolução feita por Keynes após 1936 foi revertida por uma contra-revolução incruenta guiada inconscientemente por críticos superiores que fizeram um grande esforço para ser fiéis. Se algum benefício para nossa ciência terá compensado a destruição deixada pela revolução, é algo que caberá aos historiadores econômicos do futuro dizer.

W. H. Hutt, "The Significance of Price Flexibility", em Hazlitt, *The Critics of Keynesian Economics*, p. 402.

Num artigo brilhante sobre keynesianismo e flexibilidade de preços e salários, o professor Hutt observa que:

> Creio que nunca jamais se reconheceu qualquer condição que se assemelhe distintamente a uma elasticidade infinita na demanda por ativos monetários porque as expectativas gerais sempre conceberam ou (a) que num futuro não muito distante uma certa escala de preços seria atingida, ou (b) um declínio tão gradual de preços que nenhum adiamento cumulativo de despesas pareceu lucrativo.

Mas, mesmo que surgisse essa demanda improvável:

> Se se conseguir imaginar seriamente [essa situação]... com a inflação do valor agregado real da moeda, e com os preços catastroficamente reduzidos, então se poderia, de maneira igualmente legítima (e igualmente extravagante) imaginar uma coordenação de preços contínua que acompanhasse a emergência dessa posição. Podemos conceber, isso é, os preços caindo rapidamente, acompanhando as expectativas de mudanças nos preços, mas nunca chegando a zero, com a plena utilização dos recursos persistindo o tempo todo.[5]

Salários e desemprego

Os keynesianos sofisticados agora admitem que a teoria keynesiana de "equilíbrio do sub-emprego" não se aplica realmente (como se acreditava de início) ao mercado livre e desimpedido: admitem que, de fato, ela presume que os salários são *rígidos para baixo*. Os economistas "clássicos" sempre afirmaram que a causa do desemprego está em impedir que os salários caiam livremente; mas, no sistema keynesiano, esse pressuposto foi enterrado embaixo de uma multidão de equações irrelevantes. O pressuposto continua lá, porém, e tem importância crucial.[6] A receita keynesiana para o desemprego se baseia na persistência de uma "ilusão monetária" entre os trabalhadores, isso é, na crença de que, se eles, por meio dos sindicatos e do governo, impedirem que os salários monetários caiam, também

[5] W. H. Hutt, "The Significance of Price Flexibility", pp. 397n. e 398.

[6] Ver Modigliani, "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money", e Lindahl, "On Keynes' Economic System", ibid.

aceitarão uma queda nos salários reais vinda da alta de preços. A inflação governamental, portanto, eliminaria o desemprego produzindo uma queda no salário *real*. Hoje em dia, que há um foco tão intenso no índice de custo de vida, essa duplicidade é impossível, e não precisamos repetir aqui as diversas consequências indesejáveis da inflação.[7]

É curioso que mesmo economistas que aceitam uma teoria geral de preços hesitem sempre que a teoria é aplicada logicamente aos salários, os preços dos serviços de trabalho. A teoria da produtividade marginal, por exemplo, pode ser aplicada estritamente a outros fatores; mas, na hora de discutir os salários, subitamente ouvimos falar de "zonas de indeterminação" e de "barganhas".[8] Igualmente, muitos economistas logo admitiriam que manter o preço de qualquer bem acima da quantidade que equilibraria o mercado faria que os excedentes não vendidos se acumulassem. Contudo, eles relutam em admitir que o mesmo vale para o trabalho. Se eles dizem que o "trabalho" é um bem geral, e que portanto cortes salariais prejudicarão o poder de compra geral, é preciso responder que não se vende "trabalho geral" no mercado; que são certos trabalhos específicos que costumam ser mantidos artificialmente elevados e que esse trabalho ficará desempregado. É verdade, porém, que, quanto maior a extensão da faixa de salários artificialmente elevados, mais provável será o desemprego em massa. Se, por exemplo, apenas algumas categorias conseguirem, por meio da coerção sindical ou governamental, elevar os salários em suas áreas acima do livre mercado, os trabalhadores deslocados passarão para um área de trabalho mais pobre, e ali encontrarão emprego. Nesse caso, os trabalhadores sindicalizados que ficaram ganharam seu aumento salarial às custas dos salários mais baixos em outras áreas, e de uma má alocação geral dos fatores produtivos. Quanto mais ampla a faixa dos salários rígidos, porém, menos oportunidade haverá para movimento, e maior será a extensão e a duração do desemprego.

Num mercado livre, os salários tendem a ajustar-se de modo que não existe desemprego involuntário, isso é, de modo que aqueles que desejam trabalhar consigam achar empregos. De modo geral, os salários só podem ser mantidos acima dos valores de pleno emprego por meio da coerção governamental, sindical, ou ambas. Ocasionalmente, porém, os salários altos são mantidos por uma escolha voluntária (ainda que

[7] Ver L. Albert Hahn, *The Economics of Illusion* (Nova York: Squier, 1949), pp. 50ss, 166ss.

[8] Na verdade, as zonas de indeterminação tendem a ser largas quando se trata de apenas duas ou três pessoas numa ilha deserta, e vão estreitando progressivamente à medida que a população cresce e que o sistema econômico progride. Nenhuma zona especial adere ao contrato de trabalho.

essa escolha ignore as consequências) ou pela coerção suplementada pela escolha voluntária. Pode acontecer, por exemplo, que ou as empresas ou os próprios trabalhadores convençam-se de que manter seus salários artificialmente altos é seu sacrossanto dever. Essa crença é na verdade a raiz de grande parte do desemprego em nossa época, e isso valeu particularmente para a depressão de 1929. Os trabalhadores, por exemplo, ficaram convencidos de que era muito importante preservar a *mística* do sindicato: da solidariedade sindical de "não furar um piquete", ou de não trabalhar por menos que o valor oficial do sindicato. Os sindicatos quase sempre reforçam essa *mística* com violência, mas não há como negar a amplitude de sua influência. Na medida em que os trabalhadores, dentro e fora do sindicato, sintam-se obrigados por essa *mística*, nessa medida eles se recusarão a ter os salários reduzidos, mesmo se estiverem desempregados. Se eles agem assim, somos forçados a concluir que eles estão desempregados *voluntariamente*, e que a maneira de pôr fim a seu desemprego é convencê-los de que a *mística* do sindicato é moralmente absurda.[9] Contudo, se esses trabalhadores estão desempregados voluntariamente como consequência de sua devoção ao sindicato, é altamente provável que os trabalhadores não compreendam plenamente as consequências de suas ideias e ações. A massa geralmente ignora as verdades econômicas. É altamente possível que, uma vez que eles descubram que seu desemprego foi resultado direto de sua devoção à solidariedade sindical, boa parte dessa devoção simplesmente definhe e morra.

Tanto trabalhadores quanto empresários podem logo convencer-se da ideia equivocada de que a elevação artificial dos salários é benéfica. Esses fator desempenhou um grande papel na depressão de 1929. Já na década de 1920, os "grandes" empresários foram movidos pelo "esclarecimento" e pelas ideias "progressivas", uma das quais era o equívoco de que a prosperidade americana era *causada* pelo pagamento de altos salários (de altas taxas salariais?) e não o contrário. Como se os demais países tivessem um padrão de vida mais baixo porque seus empresários burramente se recusassem a quadruplicar ou quintuplicar os salários! Assim, à época da depressão, os empresários estavam mais do que dispostos a acreditar que a redução dos salários diminuiria o "poder de compra" (consumo) e pioraria a depressão (doutrina que os keynesianos depois tomaram para si e embelezaram). Na medida em que os empresários estão convencidos desse erro econômico, eles são responsáveis pelo desemprego, mas responsáveis, note-se bem, não por que estejam agindo de maneira "egoísta" e "gananciosa", mas precisamente porque estão tentando agir de maneira "responsável". Na medida em que o governo

[9] É irrelevante para o argumento se o presente autor crê que a *mística* é moralmente absurda.

reforça essa convicção com adulações e ameaças, o governo é o primeiro culpado pelo desemprego.

Porém, e o argumento keynesiano de que uma queda nos salários *não* ajudaria a curar a depressão, porque diminuiria o poder de compra e assim privaria a indústria da necessária demanda por seus produtos? Esse argumento pode ser respondido em diversos níveis. Em primeiro lugar, à medida que os preços caem numa depressão, os salários *reais* não apenas são mantidos, como ainda *aumentam*. Se isso ajuda o emprego por elevar o poder de compra, por que não defender *aumentos* drásticos de salários? Suponhamos que o governo decretasse, por exemplo, um salário mínimo que fosse o triplo do salário corrente? O que aconteceria? Por que os keynesianos não defendem essa medida?

É claro que o efeito desse decreto seria o total desemprego em massa e uma para absoluta das engrenagens da produção. A menos que... a menos que a oferta monetária fosse aumentada, permitindo que os empregadores pagassem aquelas somas, mas nesse caso os salários *reais* não teriam aumentado em nada! Também não seria adequando responder que essa medida "iria longe demais", porque os salários são *simultaneamente* custos para os empreendedores e rendas para os trabalhadores. A questão é que o salário de livre mercado é precisamente aquele que ajusta os salários – custos *e* rendas – à posição de pleno emprego. Qualquer outro salário distorce a situação econômica.[10]

O argumento keynesiano confunde *salários* com *rendas* – erro comum na literatura econômica, que com frequência fala vagamente em "salários" sem especificar taxas ou rendas.[11] Na verdade, a *renda salarial* é igual ao *salário* multiplicado pelo tempo em que a renda é recebida. Se o salário é por hora, por exemplo, o salário será igual à renda salarial total dividida pelo número de horas trabalhado. Mas assim a renda salarial total dependerá do número de horas trabalhado e também do salário. O que defendemos aqui é que uma queda no salário levará a um aumento no número total de empregados; se o total de horas-homem trabalhadas aumentar o suficiente, isso também pode levar a um *aumento* na conta salarial total, ou nas folhas de pagamento. Uma queda nos salários, portanto, não leva necessariamente a uma queda nas rendas salariais totais; na verdade, pode levar exatamente ao oposto. No mínimo, porém, ela *vai* levar a uma absorção dos desempregados, e é essa a questão que se está

[10] Controles de salários máximos, como aqueles que eram comuns em séculos anteriores e na Segunda Guerra Mundial, criavam carências artificiais de trabalho por toda a economia – o inverso do efeito dos salários mínimos.
[11] Ver Hutt, "The Significance of Price Flexibility", pp. 390ss.

discutindo. Como ilustração, suponha-se que simplifiquemos a questão (mas não muito drasticamente) e presumamos a existência de um "fundo salarial" fixo com que os empregadores paguem os trabalhadores. Assim fica claro que uma redução salarial permitirá que o mesmo fundo de pagamentos abranja um número maior de pessoas. Não há razão para presumir que a folha total de pagamentos vá reduzir-se.

Concretamente falando, não existe um fundo fixo para os salários, mas na verdade um "fundo de capital" fixo com que as empresas pagam todos os fatores de produção. Em última instância, não existe retorno dos bens de capital, já que seus preços são integralmente absorvidos por salários e por aluguéis de terras (e pelos juros, que, sendo o preço do tempo, permeiam a economia). Portanto, o que as empresas como um todo têm em qualquer dado momento é um fundo fixo para salários, aluguéis e juros. O trabalho e a terra são competidores perenes. Como as funções de produção não estão fixadas ao longo da economia, uma redução generalizada de salários levaria as empresas a trocar a terra pelo trabalho, porque agora o trabalho seria mais atraente do que era em comparação com a renda. Por conseguinte, as folhas de pagamento agregadas não seriam as mesmas; elas iriam *aumentar*, por causa do fator substituição em favor do trabalho e não da terra. A demanda agregada por trabalho portanto seria "elástica".[12]

Suponha-se, por exemplo, que ocorra o "pior" altamente improvável, e que a demanda por trabalho revele-se inelástica, isso é, os pagamentos totais diminuam como resultado do corte salarial. E então? Primeiro, essa inelasticidade só poderia ser explicada se as empresas estivessem segurando o investimento em trabalho para ver se os salários não cairiam ainda mais. Mas o modo de lidar com essa especulação é permitir que os salários caiam tão rápido quanto possível. Uma queda rápida no salário de livre mercado demonstrará aos empresários que os salários caíram até a quantidade máxima viável. Não apenas isso *não* levará as empresas a esperar ainda mais antes de investir em trabalho, como estimulará as empresas a apressar-se e investir antes que os salários subam de novo. Deve-se evitar a tendência comum de considerar a especulação uma força preponderante por si própria; quanto mais astutos forem os empresários em seus prognósticos e previsões da economia, mais "especularão", e mais sua especulação apressará as forças de equilíbrio natural do mercado, em vez de atrasá-las. Afinal, quaisquer erros especulativos – a venda ou a compra de serviços rápido demais, ou cedo

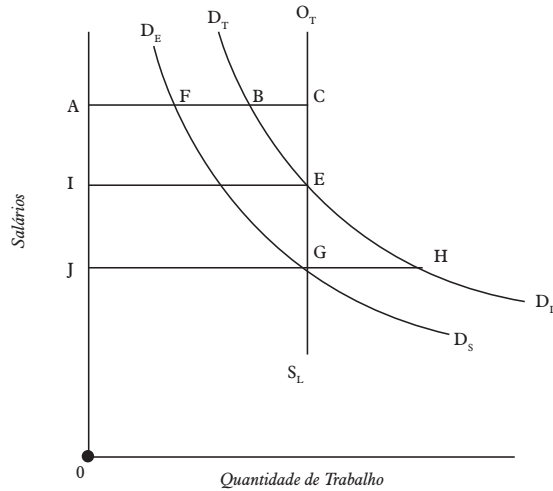
[12] Diversos estudos empíricos sustentam a tese de que a demanda agregada por trabalho é extremamente elástica durante uma depressão, mas o argumento aqui não se baseia neles. Ver Benjamin M. Anderson, "The Road Back to Full Employment", em Paul T. Homan e Fritz Machlup, eds., *Financing American Prosperity* (Nova York: Twentieth Century Fund, 1945), pp. 20–21.

demais – prejudicará diretamente os próprios empresários. A especulação *não* se autoperpetua; ela depende integralmente, e em última análise, das forças subjacentes de oferta natural e de demanda do consumidor, e promove o ajuste a essas forças. Se os empresários especulam excessivamente com o estoque de um certo bem, por exemplo, o excesso de mercadorias não-vendidas provocará perdas e uma correção célere. Igualmente, se os empresários esperarem demais para comprar trabalho, "carências" de mão de obra se desenvolverão e os empresários rapidamente elevarão os salários até seus "verdadeiros" valores de livre mercado. Os empreendedores, como lembramos, são treinados para prever corretamente o mercado; eles só cometem erros em massa quando a intervenção governamental ou bancária distorce os "sinais" do mercado e os ilude quanto à verdadeira condição da oferta e da demanda subjacentes. Aqui não há engano intervencionista: pelo contrário, estamos discutindo um *retorno* ao livre mercado após a eliminação de uma intervenção anterior.

Se uma rápida queda nos salários faz com que a tendência de evitar a compra de trabalho estacione e até se inverta, uma queda lenta e arrastada dos salários vai piorar a situação, porque (a) vai perpetuar os salários acima dos níveis de livre mercado, e assim perpetuará o desemprego; e (b) vai estimular que se segure a compra de trabalho, tendendo assim a agravar ainda mais o problema do desemprego.

Em segundo lugar, quer essa especulação aconteça ou não, não há razão pela qual o desemprego não possa ser rapidamente eliminado. Se os trabalhadores não ficarem esperando um valor de reserva por causa das crenças ou das pressões sindicais, o desemprego desaparecerá mesmo que a folha total de pagamentos tenha diminuído.

O diagrama a seguir ilustrará esse processo: (ver Figura 1). A quantidade de Trabalho está no eixo horizontal; a de Salário está no eixo vertical. D_T D_L é a demanda agregada por Trabalho; IE é o estoque total de trabalho na sociedade, isso é, a oferta total de trabalho em busca de emprego. A oferta de trabalho é representada pela linha vertical O_T S_L e não pela linha de oferta comum, inclinada para a direita, porque a queda nos salários permite que nos abstenhamos de fazer qualquer corte de horas e, mais importante, porque estamos investigando o problema do desemprego *involuntário*, e não do desemprego voluntário. Não se pode realmente considerar que aqueles que desejarem diminuírem seu número de horas, ou simplesmente parar de trabalhar quando o número de horas cair, representem um "problema de desemprego" para a sociedade, e por isso podemos omiti-los aqui.

FIGURA 1: SALÁRIOS E DESEMPREGO

Num mercado livre, o salário será definido pela interseção da curva O_TS_L com a curva D_TD_L, ou no ponto E, ou no salário 0I. O estoque de trabalho IE estará plenamente empregado. Suponha-se, porém, que por causa da coerção ou da persuasão, o salário permaneça rígido, de modo que não cai abaixo de 0A. A curva da oferta de trabalho agora mudou: é horizontal, ficando acima de AC, e depois cresce verticalmente para cima, CS_L. Em vez de fazer a interseção com a demanda por trabalho no ponto E, a nova curva de oferta de trabalho faz a interseção com ela no ponto B. Esse ponto de equilíbrio agora marca o salário mínimo de 0A, mas emprega apenas trabalhadores AB, deixando BC desempregados. Fica claro que o remédio para o desemprego é remover o suporte artificial que mantém a curva da oferta de trabalho em AC, e permitir que os salários caiam até que o equilíbrio de pleno emprego seja atingido.[13]

Um crítico poderia perguntar: suponha que haja não apenas especulação que vá acelerar o ajuste, mas especulação que *erre* o alvo. A "demanda especulativa por trabalho" pode então ser considerada D_ED_S, ou a compra de menos trabalho por cada salário menor do que os demandados pela "verdadeira" curva de demanda. O que acontece? Não o desemprego, mas o pleno emprego a uma salário menor, 0J. Agora, como o salário cai *abaixo* dos níveis de mercado subjacentes, a verdadeira demanda por trabalho fica cada vez maior do que a oferta de trabalho; no novo salário de "equilíbrio" a lacuna é igual a GH. A enorme pressão dessa demanda verdadeira

[13] Ver Hutt, "The Significance of Price Flexibility", p. 400.

faz com que os empreendedores enxerguem a lacuna, e eles começam a elevar os salários a fim de superar a "carência de trabalho" resultante. A especulação *corrige* a si própria em vez de *agravar* a si própria, e os salários elevam-se ao salário de livre mercado subjacente 01.

Se a especulação não apresenta problema nenhum e até ajuda quando se permite que os salários caiam livremente, ela acentua os males do desemprego enquanto os salários forem mantidos acima dos níveis de livre mercado. Manter os salários elevados ou apenas permitir que eles caiam lenta e relutantemente numa depressão cria entre os empresários a expectativa de que *em algum momento* se permitirá que os salários caiam. Essa especulação reduz a curva de demanda agregada por trabalho para $D_E D_S$, digamos. Mas com a curva de trabalho ainda horizontal em AC, o salário de equilíbrio é empurrado mais para a esquerda, em F, e a quantidade empregada é reduzida a AF, e a quantidade desempregada aumentada para FC.[14]

Assim, mesmo que as folhas de pagamento totais caiam, salários que possam cair livremente sempre trarão um fim célere ao desemprego involuntário. A correlação keynesiana entre emprego total e demanda monetária total por produtos *presume* implicitamente salários rígidos para baixo; assim, ela não pode ser usada para criticar a política de salários que podem cair livremente. Mas, mesmo que se mantenha o pleno emprego, será que a demanda em queda não vai deprimir ainda mais a economia? Há duas respostas para isso. Em primeiro lugar, o que aconteceu com a oferta monetária existente? Estamos presumindo o tempo todo que existe uma certa quantidade de moeda na sociedade. Essa moeda não desapareceu. A propósito, nem o gasto monetário total necessariamente caiu. Se as folhas de pagamento totais caíram, alguma outra coisa deve ter subido: o total retido pelos empreendedores, ou pelos investidores, por exemplo. De fato, considerando a oferta monetária total, o fluxo total de gastos monetários *só vai cair se a demanda social por moeda tiver aumentado*. Em outras palavras, se o "entesouramento" tiver aumentado. Mas um aumento no entesouramento, na demanda total por moeda, como vimos, não é nenhuma calamidade social. Em resposta às necessidades e às incertezas da depressão, as pessoas desejam aumentar seus saldos líquidos reais, e só conseguem fazer

[14] Note-se que, na Figura 1, a linha D_T D_L para antes de chegar ao eixo horizontal. Na verdade, a linha deve parar no salário que oferece a renda para a subsistência mínima. Abaixo desse salário, ninguém vai trabalhar, e, portanto, a curva de oferta de trabalho na verdade ficará horizontal, no livre mercado, no ponto de subsistência mínima. Certamente não será possível reduzir os salários ao nível de subsistência por meio de retenção especulativa, por três razões: (a) essa retenção especulativa quase sempre resulta em *entesouramento*, o que reduz os preços de modo geral e que portanto reduzirá o salário monetário de equilíbrio sem reduzir o salário real de equilíbrio – o salário necessário para o nível de subsistência, (b) os empresários perceberão que suas especulações erraram o alvo bem antes que o nível de subsistência seja alcançado; e (c) isso é particularmente verdadeiro numa economia capitalista avançada, em que os salários ficam bem acima do nível de subsistência.

isso, tendo uma certa quantidade total de dinheiro, diminuindo os preços. O entesouramento, portanto, diminui os preços de maneira geral, mas não necessariamente exercem qualquer efeito depressivo sobre as empresas.[15] A lucratividade das empresas, como vimos, dependem dos *diferenciais* de preço entre preços de fatores e de venda, não dos níveis gerais de preços.[16] A diminuição ou o aumento no gasto monetário total é, portanto, irrelevante para a lucratividade geral das empresas.

Por fim, há o argumento keynesiano de que os trabalhadores assalariados consomem uma proporção maior de suas rendas do que os proprietários ou os empreendedores, e que portanto uma redução na conta salarial total é uma calamidade, porque o consumo vai cair e a poupança aumentar. Em primeiro lugar, nem sempre isso é exato. O argumento presume que (1) os trabalhadores são relativamente "pobres" e os não-trabalhadores relativamente "ricos", e (2) que os pobres consomem uma proporção maior de sua renda do que os ricos. O primeiro pressuposto não é necessariamente correto. O presidente da General Motors é, afinal, um trabalhador, assim como Mickey Mantle[17]; por outro lado, existem muitos proprietários, fazendeiros e varejistas pobres. Manipular as relações entre os assalariados e os outros é um modo muito desajeitado e ineficaz de manipular as relações entre os pobres e os ricos (se é que queremos alguma manipulação). O segundo pressuposto é verdadeiro muitas vezes, mas não necessariamente, como vimos acima. Como também vimos, porém, o estudo empírico de Lubell indica que uma *redistribuição* de renda entre ricos e pobres pode não afetar consideravelmente as proporções sociais entre consumo e poupança. Mas suponhamos que todas essas objeções sejam postas de lado por ora, e admitamos, apenas para manter a discussão, que uma redução na folha de pagamentos total deslocará a proporção social,

[15] Por outro lado, os salários mantidos acima do nível de livre mercado desincentivarão o investimento, e assim tenderão a aumentar o entesouramento às custas de poupança-investimento. Essa redução na proporção entre investimento e consumo agrava ainda mais a depressão. Salários que caiam livremente permitiriam que os investimentos retornassem as suas proporções anteriores, acrescentando assim outro importante ímpeto à recuperação. Ver Frederic Benham, *British Monetary Policy* (Londres: P. S. King and Son, 1932), p. 77.

[16] Muitas vezes se disse que um nível de preços em queda prejudica as empresas porque agrava o ônus da dívida monetária fixa. Contudo, os credores de uma empresa são seus proprietários tanto quanto seus acionistas. Os acionistas têm menos capital na empresa na medida de suas dívidas. Os proprietários de títulos (credores de longo prazo) são só tipos diferentes de proprietários, um tanto como proprietários de ações comuns ou de preferenciais exercem seus direitos de propriedade de maneira diferente. Os credores poupam dinheiro e o investem numa empresa, exatamente como os acionistas. Assim, por si mesma, nenhuma mudança no nível de preços ajuda ou atrapalha uma empresa; os proprietários de créditos e os proprietários de débitos podem simplesmente dividir seus ganhos (ou perdas) em proporções diferentes. Isso tudo são apenas controvérsias entre os proprietários.

[17] N. do T.: Lenda do beisebol americano.

aumentando a poupança e reduzindo o consumo. Mas e daí? Eis precisamente um efeito que deveríamos valorizar muito. Afinal, como vimos, qualquer mudança nas preferências temporais sociais que aumente a poupança e reduza o consumo irá *acelerar* o advento da recuperação, e reduzirá a necessidade de um período longo de reajuste depressivo. Qualquer deslocamento do consumo para a poupança contribuirá para a recuperação. Na medida em que essa temida queda no consumo efetivamente *resulte* num corte salarial, a depressão será curada muito mais rapidamente.

Uma nota final: a "quantidade de trabalho" excedente causada pelos salários artificialmente altos é uma quantidade excedente de horas trabalhadas. Isso pode significar (1) o desemprego real dos trabalhadores, e/ou (2) uma redução no tempo de trabalho para os trabalhadores empregados. Se há um certo excedente de número de horas de trabalho, os trabalhadores podem ser dispensados imediatamente, ou muitos mais podem ter suas horas de trabalhos semanais reduzidas e seus pagamentos proporcionalmente reduzidos. Esse último arranjo costuma ser proposto durante uma depressão, sendo chamado de "espalhar o trabalho". Na verdade, ele só faz espalhar o desemprego. Em vez de a maioria dos trabalhadores ficarem plenamente empregados e os outros desempregados, todos ficam *sub-empregados*. A adoção universal dessa proposta tornaria absurda a manutenção artificial dos salários, porque ninguém efetivamente se beneficiaria dos salários altos. Para que serve manter altos os salários *por hora* se os salários *por semana* são menores? O arranjo de redução de horas, além disso, perpetua o sub-emprego. Uma massa de completos desempregados tem mais chances de pressionar para baixo os salários artificialmente altos, e vencer pela competição os trabalhadores empregados. A preservação de uma massa maior de *sub-empregados* impede essa pressão – e essa, de fato, é uma das principais razões por que os sindicatos preferem esse arranjo. Em muitos casos, claro, o pleito por menos horas é acompanhado de um pedido de salários maiores por hora "para manter igual o salário semanal"; isso, é claro, é uma clara demanda por salários reais maiores, acompanhada de uma redução na produção real, assim como de mais desemprego.

A redução de horas para "dividir o trabalho" também reduzirá o salário real e o padrão de vida de todos, porque a produção não apenas será menor, como sem dúvida será muito menos eficiente, e todos os trabalhadores serão menos produtivos. Isso vai ampliar ainda mais a lacuna entre o salário mantido artificialmente e o salário de livre mercado, agravando assim ainda mais o problema do desemprego.

III

Crítica a algumas explicações alternativas para a depressão

Alguns economistas são capazes de admitir que a teoria austríaca poderia “às vezes” explicar os *booms* e as depressões cíclicas, mas eles acrescentam que outros casos poderiam ser explicados por teorias diferentes. Contudo, como dissemos anteriormente, acreditamos que isso seja um erro: afirmamos que a análise austríaca é a única que explica os ciclos econômicos e os fenômenos associados. Crises específicas de fato podem ser precipitadas por outras ações ou intervenções governamentais no mercado. Assim, a Inglaterra sofreu uma crise em sua indústria de algodão têxtil quando a Guerra Civil americana cortou sua oferta de algodão cru. Um forte aumento nos impostos pode deprimir a indústria e a vontade de investir, e assim precipitar uma crise. Ou as pessoas podem subitamente desconfiar dos bancos e iniciar uma corrida deflacionária ao sistema bancário. Em geral, porém, as corridas bancárias só acontecem após uma depressão já ter enfraquecido a confiança, e isso certamente foi verdade em 1929. Esses casos, naturalmente, não são acontecimentos *cíclicos*, mas meras crises sem *booms* precursores. Elas sempre são identificáveis e não criam qualquer mistério a respeito das causas subjacentes das crises. Quando W. R. Scott investigou os anais econômicos dos primeiros séculos da modernidade, encontrou as seguintes explicações contemporâneas das crises: fome, peste, confisco do ouro por Carlos I, perdas na guerra, corridas bancárias etc. É o fato de que nenhum desastre óbvio como esses que possa explicar as depressões modernas que leva à busca por uma teoria mais profunda das causas de 1929 e de todas as outras depressões. Entre essas teorias, somente a de Mises é satisfatória.[1]

[1] Ver a discussão de Scott em Wesley C. Mitchell, *Business Cycles: The Problem and its Setting* (Nova York: National Bureau of Economic Research, 1927), pp. 75ss.

Superprodução generalizada

"Superprodução" é uma das explicações favoritas para as depressões. Ela se baseia na observação do bom senso de que a crise é marcada por estoques não vendidos de bens, pelo excesso de capacidade fabril, e pelo desemprego do trabalho. Será que isso não significa que o "sistema capitalista" produz "demais" durante o *boom*, até que finalmente a gigantesca capacidade produtiva supera a si mesma? Será que a depressão não é o período de descanso, que permite que o aparato industrial inchado espere até que a redução na atividade econômica dissipe o excesso de produção e se livre do excesso de estoque?

Essa explicação, comum ou não, não faz qualquer sentido. Tirando o Jardim do Éden, não existe "superprodução" generalizada. Enquanto quaisquer desejos "econômicos" permanecerem insatisfeitos, a produção será necessária e demandada. Certamente esse ponto impossível de saciedade universal não tinha sido alcançado em 1929. Mas, podem objetar esses teóricos, "não estamos dizendo que todos os desejos cessaram. Eles ainda existem, mas as pessoas não têm moeda para exercer suas demandas." Mas *alguma* moeda ainda existe, até na mais histérica inflação. Por que essa moeda não pode ser usada para comprar esses bens "produzidos em excesso"? Não existe razão por que os preços não possam cair o bastante, num mercado livre, para equilibrar o mercado e vender todos os bens disponíveis.[2] Se os empresários decidem manter os preços altos, estão apenas especulando que haverá uma subida iminente dos preços de mercado; estão, em suma, *investindo voluntariamente* em estoque. Se eles quiserem vender seu estoque "excedente", basta que cortem os preços a um ponto baixo o suficiente para vender tudo.[3] Mas será que assim eles não terão prejuízo? Claro que terão, mas agora a discussão passou para outro plano. O que se vê não é mais um excesso de produção, mas que os *preços de venda* dos produtos estão *abaixo* de seu custo de produção. Mas como os custos são determinados pelos preços de venda que se espera no futuro, isso significa que os custos foram anteriormente *elevados demais* pelos empresários. O problema, então, não é de "demanda agregada" ou de "superprodução", mas de diferenciais de custo-preço. Por que os empreendedores cometeram o erro de pagar custos mais altos do que os futuros

---

[2] Ver C. A. Philips, T. F. McManus, e R. W. Nelson, *Banking and the Business-Cycle* (Nova York: MacMillan, 1937), pp. 59–64.

[3] Na teoria keynesiana, o "equilíbrio agregado" é alcançado por duas vias: lucros e prejuízos, e o investimento "impremeditado" ou desinvestimento em estoque. Só que *não* existe investimento impremeditado, já que os preços sempre poderiam ser cortados a um ponto baixo o suficiente para que o estoque seja vendido se houver essa intenção.

preços de venda permitiriam? A teoria austríaca explica esse aglomerado de erros e a valoração excessiva dos custos; a teoria da "superprodução", não. Na verdade, houve superprodução de bens específicos, e não gerais. O mal-investimento causado pela expansão do crédito desviou a produção para linhas que se revelaram não-lucrativas (isso é, em que os preços de venda eram maiores do que os custos) e afastou-a das linhas em que ela teria sido lucrativa. Então houve *super*produção de bens específicos em relação aos desejos do consumidor, e *sub*produção de outros bens específicos.

Subconsumo

A teoria do subconsumo é extremamente popular, mas ficou no "submundo" na economia até ser resgatada, em certo sentido, por Lorde Keynes. Ele afirma que alguma coisa acontece durante o *boom* – em algumas versões, há excesso de investimento e superprodução; em outras, uma proporção alta demais da renda vai para grupos de maior renda – que faz com que a demanda do consumidor seja insuficiente para comprar os bens produzidos. Daí vêm a crise e a depressão. Essa teoria envolve muitas falácias. Em primeiro lugar, enquanto existirem pessoas, *algum* nível de consumo haverá. Mesmo que as pessoas subitamente consumam menos e passem a entesourar, precisam consumir certas quantidades mínimas. Como o entesouramento não pode chegar ao ponto de eliminar inteiramente o consumo, algum nível de consumo será mantido, e portanto algum fluxo monetário de demanda do consumidor persistirá. Não há razão por quê, num mercado livre, os preços de todos os diversos fatores de produção, assim como dos preços finais dos bens de consumo, não possam se adaptar a esse nível desejado. Assim, quaisquer perdas serão apenas temporárias, durando apenas o tempo da mudança para esse novo nível de consumo. Se elas forem previstas, serão absolutamente desnecessárias.

Segundo, cabe ao empreendedor prever a demanda do consumidor, e não há razão por que eles não poderiam prever a demanda do consumidor exatamente como fazem outras previsões, ajustando a estrutura de produção a essa previsão. A teoria do subconsumo não consegue explicar o aglomerado de erros da crise. Aqueles que defendem essa teoria muitas vezes afirmam que a produção no *boom* supera a demanda do consumidor; mas (1) como não estamos no Nirvana, sempre haverá demanda por mais produção, e (2), permanece sem resposta a questão: por que os custos foram estimados tão para cima que os lucros com o produto se tornaram impossíveis em face dos preços correntes de venda? A máquina produtiva se expande porque as pessoas querem que expanda, porque desejam padrões

de vida superiores no futuro. Portanto, é absurdo afirmar que a produção poderia superar e demanda geral do consumidor.

Uma variante comum da teoria do subconsumo atribui o erro fatal a uma suposta transferência de renda proporcional aos lucros e às faixas de renda superior durante o *boom*. Como se presume que os ricos consumam menos do que os pobres, a massa então não tem "poder de compra" suficiente para recomprar o produto expandido. Já vimos que: (1) *marginalmente*, as pesquisas empíricas sugerem uma dúvida a respeito de se os ricos consomem menos, e (2) não há necessariamente uma transferência dos pobres para os ricos durante um *boom*. Mas mesmo admitindo esses pressupostos, é preciso lembrar que: (a) os empreendedores e os ricos *também* consomem, e (b) a poupança constitui a demanda pelos bens dos produtores. A poupança, que vai para o investimento, é portanto tão necessária para sustentar a estrutura de produção quanto o consumo. Aqui tendemos a nos deixar iludir porque a contabilidade da renda nacional só funciona em termos líquidos. Mesmo o "produto nacional bruto" não é *realmente* bruto de jeito nenhum; ele só inclui o investimento durável bruto, e exclui as compras brutas de estoque. Não é verdade, como costumam presumir os subconsumistas, que o capital é investido e então jorra no mercado sob a forma de produção, tendo concluído seu trabalho. Pelo contrário, para manter um padrão superior de vida, a estrutura de produção – a estrutura de capital – precisa estar sendo *permanentemente* "alongada". À medida que cada vez mais capital é acrescentado e mantido nas economias civilizadas, cada vez mais fundos precisam ser usados só para manter e substituir a maior estrutura. Isso significa uma poupança bruta maior, poupança essa que precisa ser sustentada e investida em cada estágio superior de produção. Assim, os varejistas têm de continuar comprando dos atacadistas, os atacadistas dos intermediários etc. Assim, a maior poupança não é desperdiçada; pelo contrário, ela é vital para a manutenção dos padrões de vida civilizados.

Os subconsumistas afirmam que a produção em expansão exerce um efeito depressivo de tempo indefinido na economia porque os preços tenderão a cair. Mas a queda de preços não é depressiva; pelo contrário, como a queda de preços causada pelo aumento no investimento e na produtividade se reflete em custos menores por unidade, a lucratividade não é de modo algum prejudicada. A queda de preços simplesmente distribui os frutos de uma produtividade maior para todas as pessoas. O curso natural do desenvolvimento econômico, então, tirando a inflação, é que os preços caiam em resposta ao aumento de capital e à maior produtividade. Os salários monetários também tenderão a cair por causa do trabalho a mais que a oferta monetária dada é chamada a realizar ao longo de um número maior de estágios de produção. Mas os salários

monetários cairão menos do que os preços de bens de consumo, e, como resultado, o desenvolvimento econômico produz salários *reais* maiores e rendas reais maiores por toda a economia. Ao contrário do que diz a teoria do subconsumo, um nível de preços estável não é a norma, e inflacionar a moeda e o crédito a fim de impedir que o "nível de preços" caia só pode levar aos desastres do ciclo econômico.[4]

Se o subconsumo fosse uma explicação válida para qualquer crise, haveria uma depressão nas indústrias de bens de consumo, em que os excedentes se multiplicariam, e pelo menos alguma relativa prosperidade nas indústrias de bens de produção. Todavia, geralmente se admite que são as indústrias de bens de produção e não de consumo que mais sofrem numa depressão. O subconsumismo não consegue explicar esse fenômeno, ao passo que a teoria de Mises o explica precisamente. [5] [6] Toda crise é marcada por *mal*-investimento e por sub*poupança*, não por subconsumo.

O princípio de aceleração

Os subconsumistas só podem tentar explicar o problema da maior flutuação nas indústrias de bens de produção do que de consumo de um jeito: apelando ao princípio de aceleração. O princípio de aceleração começa com a verdade inegável de que toda produção acontece para ser consumida em algum momento. Ele afirma que não apenas a demanda pelos bens de produção depende de uma demanda de consumo, como essa demanda de consumo exerce um efeito de alavancagem múltipla sobre o investimento, ampliando-o e acelerando-o. A demonstração do princípio inevitavelmente começa com uma única empresa ou indústria hipotética: suponha-se, por exemplo, que uma empresa produz 100 unidades de um

[4] Frequentemente nos deparamos com o argumento de que a oferta monetária precisa ser aumentada "para acompanhar o aumento na oferta de bens". Mas bens e moeda não são proporcionais sob nenhum aspecto, e portanto nada nessa injunção faz sentido. Sob nenhum aspecto a moeda pode ser igualada aos bens.

[5] Para uma brilhante crítica do subconsumismo feita por um austríaco, ver F. A. Hayek, "The Paradox of Saving", em *Profits, Interest, and Investment* (Londres: Routledge and Kegan Paul, 1939), pp. 199–263. Hayek chama a atenção para as fraquezas sérias e ignoradas na teoria do capital, do interesse e da estrutura de produção dos subconsumistas Foster e Catchings. Ver também Philips, et al., *Banking and the Business Cycle*, pp. 69–76.

[6] A abordagem keynesiana enfatiza mais o subgasto do que só o subconsumo; sobre o "entesouramento", a dicotomização keynesiana entre poupança e investimento, e sobre a visão keynesiana dos salários e do desemprego, ver acima.

bem por ano, e que 10 máquinas de certo tipo são necessárias para sua produção. E suponha também que os consumidores demandam e compram essas 100 unidades. Suponha ainda que a vida média da máquina é de 10 anos. Assim, no equilíbrio, a empresa compra uma máquina nova a cada ano para substituir aquela que está gasta. Agora suponha um aumento de 20% na demanda do consumidor pelo produto da empresa. Os consumidores agora querem comprar 120 unidades. Se assumirmos uma proporção fixa entre capital e produtividade, agora a empresa precisa ter 12 máquinas. Portanto, esse ano ela compra duas máquinas novas, comprando um total de três máquinas em vez de uma. Assim, um aumento de 20% na demanda do consumidor levou a um aumento de 200% na demanda pela máquina. *Por isso*, dizem os aceleracionistas, um aumento geral da demanda do consumidor na economia causará um aumento imensamente maior na demanda por bens de capital, uma demanda intensificada na proporção da *durabilidade* do capital. É claro que o efeito de amplificação é tão maior quanto mais durável for o bem de capital e menor o nível de sua demanda de substituição anual.

Agora, suponhamos que a demanda de consumo permaneça em 120 unidades no ano seguinte. O que acontece agora com a demanda da empresa por máquinas? Não há mais qualquer necessidade de que as empresas comprem quaisquer máquinas além daquelas necessárias para a substituição. Nesse ano, só é necessário substituir uma máquina; portanto, a demanda total da empresa por máquinas vai reverter-se, de três no ano anterior, para uma nesse ano. Assim, uma demanda do consumidor *inalterada* vai gerar uma *queda* de 200% na demanda por bens de capital. Estendendo outra vez o princípio à economia como um todo, um simples aumento na demanda do consumidor gerou flutuações muito mais intensas na demanda por capital fixo, primeiro aumentando-a muito mais do que proporcionalmente, e depois precipitando um forte declínio. Desse modo, dizem os aceleracionistas, o aumento na demanda do consumidor leva a uma demanda intensa por bens de capital. Assim, à medida que o aumento no consumo vai caindo, a própria taxa menor de aumento provoca uma depressão nas indústrias de bens de capital. Na depressão, quando a demanda do consumidor cai, a economia fica com a inevitável "capacidade excedente" criada no *boom*. O princípio de aceleração raramente é usado para expor uma teoria completa do ciclo; mas ele muitas vezes é usado como se fosse um dos principais elementos da teoria cíclica, explicando em particular as sérias flutuações nas indústrias de bens de capital.

O princípio de aceleração, aparentemente plausível, é na verdade um tecido de falácias. Temos de notar, antes de tudo, que o padrão aparentemente óbvio de uma substituição por ano pressupõe que uma nova máquina foi *acrescentada* nos dez anos *anteriores*; em suma, ele se baseia no

pressuposto altamente dúbio de que a empresa expandiu-se rápida e continuamente na década anterior.[7] Esse é de fato um jeito curioso de descrever uma situação de *equilíbrio*; também é altamente dúbio explicar *um* boom *e uma depressão* que só ocorrem *depois* de uma década de expansão prévia. Com certeza é igualmente provável que a empresa tenha comprado todas as suas dez máquinas ao mesmo tempo – um pressuposto muito mais consoante com uma situação de equilíbrio atual para aquela empresa. Se isso aconteceu, então a necessidade de demanda para aquela empresa só viria uma vez a cada década. À primeira vista, isso parece apenas dar força ao princípio de aceleração. Afinal, o denominador de substituição agora é dez vezes menor, e a demanda intensificada, dez vezes maior. Mas ele só se fortalece superficialmente, porque todos sabem que, na vida real, no curso "normal" das coisas, a economia em geral não experimenta uma demanda zero por capital, pontuada por explosões de investimento a cada dez anos. No mercado como um todo, a demanda por investimento é mais ou menos constante durante os estados quase-estacionários. Mas se, no todo, o mercado consegue corrigir essas flutuações rápidas, por que não poderia corrigir as flutuações mais brandas postuladas na versão padrão do princípio de aceleração?

Além disso, há no cerne do próprio exemplo dos aceleracionistas uma falácia importante, falácia essa que foi posta a descoberto por W. H. Hutt.[8] Vimos que a demanda do consumidor aumenta 20% – mas por que as duas máquinas a mais têm de ser compradas em um ano? O que o ano tem a ver com isso? Se analisarmos detidamente a questão, vemos que o ano é uma unidade puramente arbitrária e irrelevante mesmo nos termos do próprio exemplo. Poderíamos igualmente considerar uma *semana* como o período de tempo. Então afirmaríamos que a demanda do consumidor (que, afinal, existe continuamente) aumenta 20% na primeira semana, levando assim a um aumento de 200% na demanda por máquinas na primeira semana (ou mesmo a um aumento *infinito* se a substituição não acontecer na primeira semana), seguido de uma queda de 200% (ou infinita) na semana seguinte, e da estabilidade daí por diante. Uma semana nunca é usada pelos aceleracionistas porque assim o exemplo claramente não se aplicaria à vida real, que não testemunha essas enormes flutuações no curso de umas poucas semanas, e assim a teoria certamente não poderia ser usada para explicar o ciclo econômico

[7] Ou isso, ou essa expansão deve ter ocorrido em *alguma* década anterior, após a qual a empresa – ou a economia inteira – caiu num estado preguiçosamente estacionário.

[8] Ver sua brilhante crítica do princípio de aceleração em W. H. Hutt, "Coordination and the Price System" (texto inédito, mas disponível na Foundation for Economic Education, Irvington-on-Hudson, Nova York, 1955), pp. 73–117.

geral. Mas uma semana é tão arbitrária quanto um ano. Na verdade, o único período de tempo não arbitrário que se poderia escolher seria a vida útil de uma máquina (por exemplo, dez anos).[9] Ao longo de um período de dez anos, a demanda por máquinas havia sido dez e na década atual e nas seguintes será dez mais as duas extras, isso é, doze; em suma, no período de dez anos, a demanda por máquinas vai crescer *exatamente na mesma proporção* que a demanda por bens de consumo – e sem que haja qualquer efeito de ramificação. Como as empresas compram e produzem ao longo de períodos planejados que cobrem as vidas úteis de seus equipamentos, não há razão para presumir que o mercado vá ter dificuldades para planejar a produção de maneira correspondente, sem as flutuações erráticas manufaturadas pelo modelo dos aceleracionistas. De fato, não há qualquer validade em dizer que o aumento no consumo *exige* o aumento imediato na produção ou no número de máquinas; pelo contrário, é o aumento na poupança e no investimento em máquinas, em momentos escolhidos pelos empreendedores com base unicamente na lucratividade esperada, que *permite* o aumento futuro na produção de bens de consumo.[10]

O princípio aceleracionista se baseia em outros pressupostos errôneos. Seu postulado de uma proporção fixa entre capital e produtividade, por exemplo, ignora a possibilidade sempre presente da substituição, do trabalho mais ou menos intensivo de diferentes fatores etc. Ele também presume que o capital pode ser minuciosamente dividido, ignorando o fato de que os investimentos são feitos “em grandes bocados”, e de maneira descontínua, especialmente quando se trata de uma fábrica fixa.

Há ainda um erro muito mais grave – e fatal – no princípio de aceleração, erro que está refletido na rigidez do modelo mecânico. Não há qualquer menção do sistema de preços ou do empreendedorismo. Considerando o fato de que toda a produção do mercado é gerida por empreendedores submetidos ao sistema de preços, essa omissão realmente impressiona. É difícil enxergar como qualquer teoria econômica pode ser levada a sério se ela omite o sistema de preços de suas estimativas. Uma mudança na demanda do consumidor vai alterar os *preços* dos bens de consumo, mas essas reações são esquecidas, e os termos monetário e físico são desesperadamente entrelaçados pela teoria sem que haja menção das alterações de preço. A medida em que cada empreendedor investirá no aumento da pro-

[9] Não se trata só do problema do tempo necessário para produzir as novas máquinas; há a questão muito maior da ampla gama de escolhas do período em que fazer o investimento. Mas isso nos recorda de outra falácia dos aceleracionistas: de que a produção das novas máquinas é praticamente instantânea.

[10] Os aceleracionistas habitualmente confundem o consumo com a produção de bens de consumo, e falam de um quando o outro é que vem ao caso.

dução de um bem depende de suas *relações de preço* – dos diferenciais entre seu preço de venda e os preços de seus fatores de produção. Esses diferenciais de preço estão inter-relacionados em cada estágio de produção. Se, por exemplo, houver um aumento na demanda monetária do consumidor, ela se mostrará para os produtores de bens de consumo na forma de um aumento no preço do produto. Se o diferencial de preço entre os preços de venda e de compra aumentar, a produção desse bem será incentivada. Se, porém, os preços dos fatores subirem mais rápido do que os preços de venda, a produção é reduzida, e não há qualquer efeito na produção se os preços mudarem *pari passus*. Ignorar preços numa discussão de produção torna portanto qualquer teoria inteiramente inválida.

Além de negligenciar o sistema de preços, a visão que o princípio tem do empreendedor é desesperadamente mecanicista. A função primária do empreendedor é *especular*, estimar o futuro incerto usando seu julgamento. Mas o princípio de aceleração olha o empreendedor como alguém que cega e automaticamente *responde aos dados presentes* (isso é, aos dados do passado imediato) e não como alguém que estima os dados futuros. Uma vez que se enfatize esse ponto, ficará claro que os empreendedores, numa economia desimpedida, devem ser capazes de prever o suposto abrandamento da demanda e organizar seus investimentos de acordo com isso. Se os empreendedores conseguem prever aproximadamente o pretenso "princípio de aceleração", então o suposto abrandamento da demanda por investimento, enquanto leva a uma diminuição da atividade nessas indústrias, não precisa ser *depressivo*, porque nem precisa engendrar nem engendraria perdas entre os empresários. Portanto, ainda que se admitisse o resto do princípio, ele só poderia explicar as flutuações, não a depressão – não o aglomerado de *erros* cometidos pelos empreendedores. Se os aceleracionistas dizem que os erros são causados precisamente pela incapacidade dos empresários de prever a mudança, temos de perguntar: de onde veio essa incapacidade? Na teoria de Mises, os empreendedores são impedidos de prever corretamente porque a intervenção governamental atrapalha os "sinais" do mercado. Mas aqui não há interferência do governo, já que o princípio pretensamente se refere ao mercado desimpedido. Além disso, é muito mais fácil entender esse princípio do que a teoria de Mises. Não há nele nada de complexo, e, se ele fosse verdadeiro, então seria óbvio para todos os empreendedores que a demanda por investimento *iria* cair fortemente no ano seguinte. Os negócios deles e das outras pessoas seriam organizados a partir disso, e não se seguiriam quaisquer depressões generalizadas ou perdas enormes. Assim, o investimento hipotético em equipamentos contra gafanhotos a cada sete anos poderia ser bem pesado por um ou dois anos, e depois cair drasticamente nos anos seguintes. Contudo, isso não necessariamente engendraria qualquer depressão, porque essas mudanças seriam consideradas, e os empreendedores se prepararam para

elas. Isso não pode ser feito com a mesma eficiência em outros casos, mas com certeza os empreendedores deveriam ser capazes de prever seu suposto efeito. De fato, qualquer um deveria vê-lo; e os empreendedores obtiveram sua posição atual exatamente por causa de sua capacidade preditiva. O princípio da aceleração não tem como dar conta do erro empresarial.[11]

Uma das falácias mais importantes do princípio de aceleração é seu salto inteiramente ilegítimo de uma única empresa ou indústria para a economia como um todo. Seu erro é semelhante àqueles cometidos pela grande maioria das teorias econômicas anglo-americanas: a concentração em apenas duas áreas – uma única empresa ou indústria e a economia como um todo. Essas duas concentrações estão fatalmente erradas, porque deixam de fora as áreas mais importantes: as *inter-relações* entre as diversas partes da economia. Somente uma teoria econômica *geral* é válida – nunca um sistema teórico baseado ou num exemplo isolado e parcial, ou em agregados holísticos, ou numa mistura dos dois.[12] No caso do princípio de aceleração, como surgiu o aumento de 20% do consumo do produto da empresa? De modo geral, um aumento de 20% no consumo em uma área tem de significar uma *redução* de 20% em algum outro lugar. Nesse caso, é claro, o salto do caso individual para o agregado é especialmente errado, porque assim não há qualquer *boom* geral do consumo ou do investimento. Se o aumento de 20% vale para toda a economia, como esse aumento será financiado? Que mudanças gerais são necessárias em outros lugares para permitir esse aumento? Essas questões os aceleracionistas nunca enfrentam. Deixando de lado por um momento as mudanças na oferta e na demanda monetárias, o aumento no consumo só pode surgir por meio de uma *redução* na poupança e no investimento. Mas se a poupança e o investimento podem *diminuir* a fim de permitir um aumento agregado do consumo, então o investimento *não pode* aumentar em resposta ao consumo crescente; pelo contrário, *ele tem de cair*. O princípio de aceleração nunca enfrenta esse problema porque ele ignora profundamente a ciência econômica – o estudo do funcionamento do princípio de meios e fins nas atividades humanas. Fora do Nirvana, todos os recursos são escassos, e esses recursos têm de ser alocados para usos demandados mais urgentemente por todos os indivíduos na sociedade. É esse o problema particular

---

[11] O "Teorema de Cobweb" é outra doutrina construída sobre o pressuposto de que todos os empreendedores são palermas que reagem cegamente em vez de especular e ter sucesso na previsão do futuro.

[12] A teoria econômica anglo-americana sofre terrivelmente desse deficiência. O sistema marshalliano baseava-se numa teoria parcial da "indústria", ao passo que a economia moderna se fragmenta cada vez mais discutindo a empresa isolada. A fim de remediar esse defeito, os keynesianos e os demais sistemas econométricos posteriores discutem a economia em termos de alguns agregados holísticos. Somente os sistemas misesiano e walrasiano são verdadeiramente gerais, por basearem-se em trocas individuais inter-relacionadas. O esquema walrasiano não é realista, consistindo meramente numa análise matemática de um sistema de equilíbrio irrealizável (ainda que importante).

da economia, e ele indica que, para obter um bem de maior valor, os indivíduos têm de abrir mão de algum outro bem que para eles têm menor valor. O maior consumo agregado presente só pode ser obtido por meio de menores poupança e investimento agregados. Em suma, as pessoas escolhem entre o consumo futuro e presente, e só podem aumentar o consumo presente às custas do futuro, ou vice-versa. Mas o princípio da aceleração ignora o problema econômico de maneira completa e desastrosa.

A única maneira de o investimento subir junto com o consumo é por meio da expansão de crédito inflacionária – e os aceleracionistas muitas vezes vão fazer nada mais do que uma breve alusão a esse pré-requisito. Mas essa admissão destrói a teoria inteira. Ele significa, em primeiro lugar, que o princípio de aceleração simplesmente não poderia operar no livre mercado. Que, se ele sequer chega a existir, deve ser atribuído ao governo e não ao funcionamento do capitalismo *laissez-faire*. Mas nem a admissão da necessidade da expansão do crédito pode salvar o princípio, porque o exemplo oferecido pelo princípio de aceleração aparece em termos físicos, reais. Ele postula um aumento na produção de unidades em resposta a um aumento na demanda. Mas se o aumento na demanda é puramente monetário, então os preços, tanto dos bens de consumo como de capital, podem simplesmente aumentar sem qualquer alteração na produção física – e não há qualquer efeito de aceleração. Em suma, pode haver um aumento de 20% na oferta monetária, levando a um aumento de 20% no consumo e no investimento – na verdade, em *todas* as quantidades – mas não é necessário que as quantidades *reais* e as relações de preço mudem, e não há qualquer amplificação do investimento, em termos reais ou monetários. O mesmo vale, aliás, se o aumento monetário no investimento ou no consumo vem do desentesouramento e não da expansão monetária.

Poder-se-ia objetar que a inflação não aumenta nem pode aumentar todas as quantidades de maneira proporcional, e que essa é sua principal característica. Nada mais exato. Mas sigamos por esse caminho, e chegaremos definitivamente à teoria austríaca dos ciclos econômicos – e o princípio de aceleração estará perdido para sempre. A teoria austríaca trata precisamente das distorções do ajuste de mercado às proporções entre consumo e investimento, causado pela expansão de crédito inflacionária.[13] Assim, os aceleracionistas afirmam, efetivamente, que os em-

[13] Outro defeito da explicação aceleracionista do ciclo é sua ênfase em que o equipamento de capital durável é a atividade mais flutuante de todas. Na verdade, como mostramos anteriormente, o *boom* não é caracterizado por uma ênfase indevida no capital durável; o fato é que esses itens não-duráveis, como as matérias-primas da indústria, flutuam com a mesma força que os bens de capital fixo. A flutuação acontece nas indústrias de bens de produção (a ênfase austríaca) e não só nas de bens de produção duráveis (a ênfase aceleracionista).

preendedores são iludidos pelo aumento do consumo a expandir excessivamente os investimentos duráveis. Mas a teoria austríaca demonstra que, devido ao efeito da inflação sobre os preços, mesmo a expansão do crédito só pode causar o *mal*-investimento, não o “sobre-investimento”. Os empreendedores vão sobre-investir nos estágios superiores da produção, e sub-investir em seus estágios inferiores. O investimento total é limitado pela oferta total de poupança disponível, e um aumento geral no consumo significa uma diminuição na poupança e portanto uma *redução* no investimento total (e não um aumento ou mesmo um aumento amplificado, como afirma o princípio aceleracionista).[14] Além disso, a teoria austríaca mostra que o aglomerado de erros empresariais é causado pela distorção inflacionária das taxas de juro de mercado.[15]

Carência de “oportunidades de investimento”

Há entre os economistas uma tendência muito comum de atribuir a depressão a uma carência, ou a uma “saturação” de “oportunidades de investimento”. As oportunidades de investimento se abrem durante o *boom* e são exploradas. Porém, após algum tempo, essas oportunidades desaparecem, e por isso a depressão se segue ao *boom*. A depressão continua até que oportunidades de investimento reaparecem. O que faz com que apareçam essas pretensas “oportunidades”? Há os fatores causais típicos listados num famoso artigo do professor Hansen, que atribuiu a depressão da década de 1930 e uma carência de oportunidades de investimento causada por uma taxa insuficiente de crescimento populacional, por falta de novos recursos, e por inovação técnica inadequada.[16] A importância dessa doutrina vai muito além da teoria da “estagnação” de Hansen – de

[14] Ver Hutt, “Coordination and the Price System”, p. 109.

[15] O princípio de aceleração também diz explicar a suposta tendência de a queda nos bens de capital preceder quedas na atividade de bens de consumo. Contudo, ela só poderia explicar isso, mesmo segundo seus próprios termos, a partir do pressuposto especialíssimo – e praticamente nunca percebido – de que a venda de bens de consumo descreve uma curva em forma de sino sobre o ciclo econômico. Outras curvas possíveis não abrem espaço para precedência nenhuma.
Sobre o princípio de aceleração, ver também L. Albert Hahn, *Common Sense Economics* (Nova York: Abelard-Schuman, 1956), pp. 139–43; Ludwig von Mises, *Human Action* (New Haven, Conn.: Yale University Press, 1949), pp. 581–83; e Simon S. Kuznets, “Relation Between Capital Goods and Finished Products in the Business Cycle”, em *Economic Essays in Honor of Wesley C. Mitchell* (Nova York: Columbia University Press, 1935), pp. 209–67.

[16] Alvin H. Hansen, “Economic Progress and Declining Population Growth”, em *Readings in Business Cycle Theory* (Filadélfia: Blakiston, 1944), pp. 366–84.

que esses fatores se comportariam no futuro de modo a causar uma tendência depressiva permanente, porque os "refutadores" da teoria da estagnação aceitaram tacitamente a teoria causal de Hansen, e simplesmente lançaram argumentos empíricos de que esses fatores seriam mais fortes do que Hansen supusera.[17] Em raras ocasiões as conexões causais foram elas mesmas questionadas. A doutrina tornou-se um pressuposto generalizado sem que suas bases fossem cuidadosamente examinadas.

De onde vem essas categoriais causais? Um olhar detido mostrará que elas derivam das condições de equilíbrio do sistema walrasiano, que presume uma economia que gira de modo constante e uniforme, em que as preferências, o conhecimento tecnológico e os recursos são considerados dados. Só podem ocorrer mudanças se houver mudança em um ou mais desses dados. Se novos investimentos líquidos são considerados a chave da depressão ou da prosperidade, então saber que o novo investimento é zero em equilíbrio (isso é, só há investimento suficiente para substituir e manter o capital), é fácil concluir que somente mudanças nos dados fundamentais podem levar a novos investimentos. A população e os recursos naturais fazem ambos parte da categoria walrasiana de "recursos". A omissão importante de Hansen, é claro, são as *preferências*. A omissão das preferências basta para abalar seu programa inteiro. Porque são as *preferências temporais* (as "preferências" da sociedade em relação ao consumo presente ou futuro) que determinam a quantidade que os indivíduos vão poupar e investir. A omissão das preferências temporais negligencia o determinante essencial de poupança e investimento.

Os novos recursos naturais, um item relativamente sem importância, raramente são enfatizados. Costumávamos ouvir falar a respeito dos sinistros efeitos do "fechamento das fronteiras" de terras livres, mas essa fronteira foi fechada muito antes de 1930 sem qualquer efeito negativo.[18] Na verdade, o espaço físico por si não assegura quaisquer oportunidades de investimentos lucrativos. O crescimento da população muitas vezes é considerado um fator importante para a prosperidade ou para a depressão, mas é difícil ver por quê. Se a população está abaixo do nível ótimo (o máximo de renda real *per capita*), seu maior crescimento permite que o investimento aumente a produtividade ao ampliar a divisão de trabalho. Mas isso só pode ser feito por meio de maiores investimentos. Contu-

---

[17] Para um exemplo, ver George Terborgh, *The Bogey of Economic Maturity* (Chicago: Machinery and Allied Products Institute, 1945).

[18] Curiosamente, as mesmas pessoas que tinham essa preocupação não pediram ao governo federal que abandonasse suas políticas de conservação, que levaram-no a fechar milhões de acres de terras públicas permanentemente. Atualmente, pode-se presumir que o espaço sideral vá oferecer "fronteira" suficiente.

do, não há como o crescimento da população estimular o *investimento*, e é essa a questão aqui. Uma tese diz que o maior crescimento populacional estimula a demanda de construção residencial. Mas a demanda vem do poder de compra, que, por sua vez, vem em última análise da produção, e um aumento de bebês pode enfrentar a incapacidade de se produzir bens suficientes para que haja efetiva demanda de novas casas. Mas mesmo que haja mais demanda por construção, isso simplesmente reduzirá a demanda no consumo em outras áreas da economia. Se o consumo total *aumenta* por causa do crescimento populacional (e não há qualquer razão específica por que isso deveria acontecer), ele causará um *declínio* nos fundos poupados e investidos e não o contrário.

Talvez, entre esses fatores causais, a tecnologia seja aquele mais fortemente enfatizado. A teoria do ciclo de Schumpeter levou muitos economistas a enfatizar a importância da inovação tecnológica, particularmente nas grandes novas indústrias; e assim ouvimos falar do *boom* ferroviário ou do *boom* automobilístico. Acontece alguma grande inovação tecnológica, abre-se um campo de investimentos, e um *boom* é iminente. A exploração total desse campo acaba por exaurir o *boom*, e chega a depressão. A falácia aqui é a ignorância do fato de que a tecnologia, se tem importância vital, está envolvida no investimento só de maneira *indireta* e não direta. A essa altura, vemos novamente por que as condições do equilíbrio misesiano e não walrasiano deveriam ter sido utilizadas. A teoria austríaca nos ensina que o investimento é sempre *menor* do que a quantidade máxima que poderia esgotar a tecnologia existente. Portanto, o "conhecimento tecnológico atual" na verdade não é uma condição limitadora dos investimentos. Podemos enxergar a verdade disso simplesmente olhando a nosso redor; em todas as áreas, em todas as linhas possíveis de investimento, sempre há *algumas* empresas que *não* estão usando os equipamentos absolutamente mais recentes, e que ainda estão usando métodos mais antigos. Esse fato indica que há um limite mais estreito para o investimento do que o conhecimento tecnológico. Os países atrasados podem mandar quantos engenheiros quiserem para absorver o "*know-how* americano", mas isso não levará a esses países os grandes investimentos necessários para elevar de maneira considerável seus padrões de vida. O que eles precisam, numa palavra, é de *poupança*; é esse o fator que limita o investimento.[19] E a poupança, por sua vez, é limitada pela preferência temporal: a preferência pelo consumo presente e não futuro. O investimento sempre acontece por meio de um alongamento dos processos de produção, já que os processos produtivos mais curtos são os primeiros a ser desenvolvidos, mas

[19] *Poupança*, não expansão monetária. Um país atrasado, por exemplo, não poderia industrializar-se emitindo quantidades ilimitadas de papel-moeda ou de depósitos bancários. Isso só faria trazer inflação descontrolada.

eles não são explorados por causa dos limites das preferências temporais. Por exemplo, pode não haver investimento em máquinas melhores e mais novas porque não há poupança suficiente disponível.

Ainda que toda a tecnologia existente fosse explorada até o limite, *ainda* haveria oportunidades ilimitadas de investimento, porque ainda não haveria saciedade de carências. Mesmo se não fosse possível construir fábricas e siderúrgicas melhores, seria possível construir *mais* delas, a fim de produzir mais bens de consumo produzidos naquele momento. A nova tecnologia aumenta a produtividade, mas não é essencial para a criação de oportunidades de investimento; estas existem *sempre*, e só são limitadas pelas preferências temporais e pela poupança disponível. Quanto mais poupança houver, mais investimentos haverá para satisfazer aqueles desejos que ainda não são atendidos.

Assim como no caso do princípio de aceleração, a falácia da abordagem das "oportunidades de investimento" é revelada por sua completa ignorância do sistema de preços. Outra vez, preço e custo desapareceram. Na verdade, o problema numa depressão vem de os *custos* serem maiores do que os *preços* obtidos pela venda de bens de capital; se os custos são maiores do que os preços de venda, os empresários naturalmente relutam em investir em negócios que resultarão em perdas. O problema, então, é a rigidez de custos. Num mercado livre, os preços determinam os custos e não vice-versa, de modo que os preços finais reduzidos também reduzirão os preços dos fatores produtivos – reduzindo assim os custos de produção. A inexistência de "oportunidades de investimento" durante a crise vem da excessiva estimativa para cima dos custos durante o *boom*, que agora a crise revela ter sido excessiva em relação aos preços de venda. Essa estimativa errônea foi gerada pela expansão inflacionária de crédito do período do *boom*. A maneira de recuperar oportunidades de investimento durante uma depressão, portanto, é permitir que os custos – os preços dos fatores – caiam rapidamente, restabelecendo assim diferenciais de preço lucrativos, especialmente nas indústrias de bens de capital. Em suma, os salários, que constituem a maior parte dos custos de fatores, deveriam cair livre e rapidamente, a fim de restaurar as oportunidades de investimento. Isso equivale a restabelecer diferenciais de preços mais altos – taxas de juros naturais mais altas – no mercado. Portanto, a abordagem austríaca explica o problema das oportunidades de investimento, e as demais teorias são falaciosas ou irrelevantes.

Igualmente irrelevante é qualquer discussão que se limite a indústrias específicas – abordagem muito similar à doutrina da oportunidade tecnológica. Muitas vezes se diz que uma certa indústria – por exemplo, a de construção ou a automobilística – prosperou particularmente durante

o *boom*, e que a depressão ocorreu por causa das condições depressivas naquela indústria em particular. Isso, porém, confunde meras *flutuações* econômicas específicas com *ciclos* econômicos gerais. As quedas em uma ou em diversas indústrias são contrabalançadas pela expansão em outras, com a transferência da demanda. Assim, a atenção a indústrias particulares *nunca* pode explicar os *booms* ou as depressões na economia em geral – especialmente num país multi-industrial como os Estados Unidos.[20] Por exemplo, é irrelevante se a indústria da construção enfrenta ou não um "ciclo longo" de vinte e poucos anos.

A teoria de Schumpeter dos ciclos econômicos

A teoria dos ciclos de Joseph Schumpeter se notabiliza por ser a única doutrina, à exceção da austríaca, que se baseia na teoria econômica geral e que nela está integrada.[21] Infelizmente, ela se baseava na economia geral walrasiana, e não austríaca, e portanto estava condenada desde o princípio. O elemento particularmente schumpeteriano na discussão do equilíbrio é seu postulado da taxa de juros igual a zero. Schumpeter, assim como Hansen, descarta as preferências do consumidor enquanto elemento ativo, e também descarta os novos recursos. Ignorando a preferência temporal, no equilíbrio a taxa de juros se torna zero, e seu valor positivo no mundo real se torna um mero reflexo de lucros positivos, os quais, por sua vez, devem-se ao único elemento possível de mudança que resta: as inovações tecnológicas. Essas inovações são financiadas, afirma Schumpeter, pela expansão do crédito bancário, e assim Schumpeter ao menos admite que a expansão do crédito bancário é um elo vital na geração de *boom* e depressão, ainda que ele efetivamente não se detenha muito nisso. As inovações se aglomeram em alguma indústria específica, e isso gera o *boom*. O *boom* termina quando os investimentos inovadores se esgotam, e o aumento de produtividade que deles resulta jorra no mercado e perturba as antigas empresas e indústrias. O fim do aglomerado, acompanhado pelas súbitas dificuldades enfrentadas pelas antigas firmas, e o aumento geral no risco de falência, trazem a depressão, que termina quando

[20] As fortunas econômicas de um país pequeno que só produz um produto para o mercado serão obviamente dominadas pelo curso dos acontecimentos naquela indústria.

[21] A teoria pura de Schumpeter foi apresentada em sua famosa obra *Theory of Economic Development* [*Teoria do Desenvolvimento Econômico*] (Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1934), publicada pela primeira vez em 1911. Depois ela apareceu como uma "primeira aproximação"que na verdade equivalia a uma confissão de fracasso, e que introduziu abundantes novas falácias no argumento. A versão posterior foi sua obra *Business Cycles* [*Ciclos Econômicos*], 2 vols. (Nova York: McGraw-Hill, 1939).

as antigas e as novas empresas finalmente se adaptam à nova situação.

Há diversas falácias nessa abordagem:

1. Não se oferece qualquer explicação para a ausência de previsões precisas por parte das antigas e das novas empresas. Por que as dificuldades não foram esperadas e consideradas?[22]

2. Na realidade, um aglomerado de inovações em uma nova indústria pode levar um longo tempo para desenvolver-se, e ainda assim o tempo necessário para que a produtividade daquela indústria aumente como resultado dessas inovações pode ser relativamente curto. Contudo, a teoria precisa presumir que a produtividade aumenta após a ação do aglomerado; sem isso, não há *boom* nem recessão.

3. Como vimos acima, as preferências temporais e os juros são ignoradas, assim como também é ignorado o fato de que é a poupança, e não a tecnologia, o fator que limita o investimento.[23] Por isso, o investimento financiado pelo crédito bancário não precisa dirigir-se para inovações, mas também pode financiar maiores investimentos em processos já conhecidos.

4. A teoria postula um aglomerado periódico de inovações nos períodos de recessão, mas não apresenta nenhum raciocínio que explique esse aglomerado tão peculiar. Pelo contrário, as inovações e o progresso tecnológico acontecem continuamente, na maior parte das empresas, e não só em algumas. Um aglomerado de inovações implica, além disso, um *aglomerado periódico de capacidade empresarial*, e esse pressuposto é claramente gratuito. E na medida em que a inovação é um procedimento econômico costumeiro de pesquisa e desenvolvimento, os aluguéis da inovação irão para os departamentos de pesquisa e desenvolvimento das empresas, em vez de se tornar lucros empresariais.[24]

[22] Certamente o “Modelo Puro” schumpeteriano postula explicitamente o conhecimento perfeito e portanto a ausência de erros por parte dos empreendedores. Mas esse pressuposto é flagrantemente autocontraditório dentro do próprio modelo de Schumpeter, já que a *razão mesma* da depressão no Modelo Puro é o fato de que os riscos aumentam, as antigas empresas subitamente ficam contra a parede etc., e ninguém volta a inovar até que a situação se equilibre.

[23] Schumpeter sabiamente percebeu que a poupança voluntária só poderia causar o simples crescimento econômico e não poderia gerar ciclos econômicos.

[24] Ver Carolyn Shaw Solo, “Innovation in the Capitalist Process: A Critique of the Schumpeterian

> 5. A visão de Schumpeter do empreendedorismo – normalmente aclamada como sua maior contribuição – é extremamente estreita e unilateral. Ele enxerga o empreendedorismo apenas como a criação de inovações, o estabelecimento de novas empresas que inovem etc. Na verdade, os empreendedores trabalham continuamente, *ajustando-se o tempo inteiro* às incertezas das futuras condições de demanda e de oferta, as quais incluem os efeitos das inovações.[25]

Na versão posterior, Schumpeter admitiu que ciclos gerados por diferentes inovações específicas implicariam diferentes "períodos de gestação" para que suas oportunidades fossem exploradas até que a nova produtividade tivesse chegado ao máximo. Por isso, ele modificou sua teoria postulando uma economia de *três* ciclos separados, interagindo entre si: basicamente um de cerca de 3 anos, outro de 9 anos, e mais um de 55 anos. Mas o postulado multicíclico derruba qualquer teoria cíclica. Todos os processos econômicos interagem no mercado, e todos os processos se misturam. Um ciclo acontece na economia inteira, e tanto o *boom* quanto a depressão são *generalizados*. O sistema de preços integra e inter-relaciona todas as atividades, e não há nem motivo nem justificativa para presumir a existência de "ciclos" hermeticamente selados, todos acontecendo paralelamente e somando-se uns aos outros, de modo a formar uma certa resultante de atividade econômica. O esquema multicíclico é, portanto, um recuo total em relação ao modelo schumpeteriano original, recuo esse que ainda lhe acrescenta graves falácias.[26]

Doutrinas de qualidade do crédito

Das teorias discutidas até agora, somente a austríaca ou misesiana considera que há algo de errado no *boom*. As outras teorias exaltam o *boom*, e veem a depressão como uma desagradável inversão da prosperidade

Theory", *Quarterly Journal of Economics* (August, 1951): 417–28.

[25] Isso refuta a defesa que Clemence e Doody fizeram contra a crítica de Kuznets a Schumpeter. Kuznets afirmava que o aglomerado de inovações presume um aglomerado de capacidade empreendedora. Clemence e Doody identificaram essa capacidade exclusivamente com as inovações e com o estabelecimento de novas empresas. Ver Richard V. Clemence e Francis S. Doody, *The Schumpeterian System* (Cambridge, Mass: Addison Wesley Press, 1950), pp. 52ss; Simon S. Kuznets, "Schumpeter's Business Cycles", *American Economic Review* (junho de 1940); 262–63.

[26] Schumpeter também discute uma "onda secundária" superposta a seu modelo puro. Essa onda leva em conta a inflação geral, a especulação de preços etc., mas nada há de particularmente schumpeteriano nessa discussão, e se descartarmos tanto o modelo puro quanto a abordagem multicíclica, a teoria de Schumpeter desaba.

anterior. As doutrinas austríaca e schumpeteriana enxergam a depressão como o resultado inevitável de processos iniciados no *boom*. Mas enquanto Schumpeter considera a deflação da "onda secundária" algo infeliz e perturbador, ele vê o *boom* e a recessão de seu modelo puro como o preço inevitável a pagar pelo desenvolvimento capitalista. Apenas a teoria austríaca, portanto, considera o *boom* inflacionário algo inteiramente infeliz, e julga que a depressão é necessária para eliminar as distorções introduzidas pelo *boom*. Diversas escolas de "qualidade do crédito", porém, também consideram que a depressão é uma consequência inevitável do *boom* inflacionário. Elas concordam com os austríacos, portanto, que os *booms* deveriam ser evitados antes que comecem, e que o processo de liquidação da depressão deveria poder começar sem impedimentos. Elas diferem consideravelmente, porém, na análise das causas, e nas maneiras específicas como o *boom* e a depressão podem ser impedidos.

A ala mais venerável da teoria do crédito qualitativo é a antiga doutrina da Escola Bancária, de grande importância no século XIX e até o fim da década de 1930. Trata-se da tradição à moda antiga de "bancos sólidos", dominante nos livros textos mais antigos sobre moeda e bancos, e liderada durante a década de 1920 por dois eminentes economistas: odoutor H. Parker M. Anderson do Chase National Bank, e odoutor H. Parker Willis do Departamento de Bancos da Columbia University, e editor do *Journal of Commerce*. Essa escola de pensamento, hoje bastante em declínio, afirma que a expansão do crédito bancário somente gera inflação quando direcionada para as linhas erradas, isso é, para ativos que não sejam créditos autoliquidantes de curto prazo garantidos por "bens reais", dadas a mutuários de histórico de crédito impecável. A expansão do crédito bancário nesses ativos não é considerada inflacionária, já que supostamente ela é apenas uma resposta às legítimas "necessidades econômicas", na qual a oferta monetária cresce junto com a produção, e diminui novamente quando os bens são vendidos. Todos os outros tipos de créditos – seja o de longo prazo, o imobiliário, o do mercado de ações, ou aquele feito a mutuários duvidosos – são considerados inflacionários, e criam uma situação de *boom* e depressão, em que a depressão é necessária para liquidar o desperdício da inflação do *boom*. Como os empréstimos bancários da década de 1920 em grande medida englobavam ativos não considerados sólidos pela Escola Bancária, esse teóricos juntaram-se aos "austríacos" na oposição à inflação do crédito bancário da década de 1920, e nos avisos de que uma depressão se anunciava.

A ênfase da Escola Bancária é porém inválida. O aspecto importante da expansão do crédito bancário é a *quantidade* de dinheiro novo jogada nos empréstimos às empresas, e de modo algum o *tipo* de empréstimos que são feitos às empresas. Os empréstimos de curto prazo, "autoliquidantes",

são tão inflacionários quanto empréstimos de longo prazo. As necessidades de crédito das empresas, por outro lado, podem ser financiadas por empréstimos feitos da poupança voluntária; não há qualquer boa razão por que os empréstimos de curto prazo em particular devam ser financiados pela inflação bancária. Os bancos não ficam simplesmente esperando passivamente que as empresas demandem empréstimos; essas demandas mesmas variam inversamente à taxa de juros cobrada pelos bancos. O ponto crucial é a injeção de novo dinheiro nas empresas; independentemente do tipo de empréstimo feito, esse dinheiro vai então passar para a economia, com os efeitos descritos pela análise austríaca. A irrelevância do *tipo* de empréstimo pode ser vista no fato de que para as empresas, financiar o investimento de longo prazo *indiretamente* dos bancos é tão eficiente quanto financiá-lo por empréstimos diretos. Uma empresa pode simplesmente parar de usar seus próprios fundos para financiar o estoque de curto prazo, e, no lugar disso, tomar emprestados os fundos dos bancos. Os fundos liberados por esse empréstimo podem então ser usados para fazer investimentos de longo prazo. É impossível aos bancos impedir que seus fundos sejam usados indiretamente dessa maneira. Todo crédito está inter-relacionado no mercado, e não há maneira de os vários tipos de crédito ficarem hermeticamente isolados uns dos outros.[27] E, mesmo que eles ficassem, isso não faria sentido economicamente.

Em suma, o empréstimo "autoliquidante" é tão inflacionário quanto qualquer outro tipo de empréstimo, e o único mérito dessa teoria é o mérito indireto de limitar quantitativamente os empréstimos dos bancos que não conseguem emprestar tanto quanto gostariam. Esse empréstimo não tem nem o mérito de um encerramento mais rápido, já que os empréstimos de curto prazo podem ser renovados, ou refeitos em outros bancos, como efetivamente o são, perpetuando assim o empréstimo por tanto tempo quanto o de "longo prazo". Essa ênfase da escola bancária enfraqueceu seu efeito salutar na década de 1920, porque serviu para agravar a ênfase excessiva e generalizada nos *tipos* de empréstimos – sobretudo os relativos ao mercado de ações – em detrimento de uma ênfase na quantidade de dinheiro devido.

Mais perigosos do que a Escola Bancária com essa ênfase qualitativa são aqueles observadores que determinam que algum tipo de crédito é

---

[27] Assim, durante o fim da década de 1920, quando os bancos, influenciados pelas doutrinas de crédito qualitativo, tentaram cortar o fluxo de crédito especificamente para o mercado de ações, o mercado conseguiu tomar empréstimos dos fundos inchados de não-banqueiros, fundos inchados por anos de inflação do crédito bancário.
Sobre as falácias dos teóricos do crédito qualitativo, e de suas opiniões sobre o mercado de ações, ver o excelente estudo de Fritz Machlup, que à época era um dos principais teóricos austríacos. *The Stock Market, Credit, and Capital Formation* (Nova York: Macmillan, 1940).

particularmente terrível. Se a Escola Bancária era contra uma inflação quantitativa que passava para todos os ativos, exceto aqueles que eram rigidamente autoliquidantes – outros observadores não ligam a mínima para a quantidade, mas apenas para algum tipo particular de ativo – por exemplo, imóveis ou ações em bolsa. O mercado de ações foi um saco de pancadas comum na década de 1920, e muitos teóricos pediram restrições a empréstimos relacionados a ações, que seriam diferentes de empréstimos "legítimos". Uma teoria comum acusava o mercado de ações de "absorver" crédito de capital que poderia ter ido para necessidades "legítimas" da indústria ou da agricultura. "Wall Street" tem sido um bode expiatório vulgar desde os dias dos Populistas, e desde que Thorstein Veblen legitimou uma distinção falaciosa entre "finanças" e "indústria".

O argumento da "absorção de capital" está hoje em declínio, mas ainda existem muitos economistas que sempre culpam o mercado de ações. Claro está que o mercado de ações é um canal para o investimento na indústria. Se A compra um novo título, então os fundos são investidos diretamente; se ele compra ações antigas, então (1) o aumento no preço das ações incentivará a empresa a negociar mais títulos de ações, e (2) os fundos então serão transferidos ao vendedor B, que por sua vez irá consumir os fundos ou investi-los diretamente. Se o dinheiro for investido diretamente por B, então outra vez o mercado de ações canalizou a poupança para o investimento. Se B consumir o dinheiro, então seu consumo ou despoupança tão-somente contrabalança a poupança de A, sem que ocorra qualquer poupança líquida agregada.

Na década de 1920 houve muita preocupação com os empréstimos dos corretores, e o aumento na quantidade de empréstimos para corretores foi considerado prova da absorção de crédito pelo mercado de ações. Mas um corretor só *precisa* de um empréstimo quando seu cliente lhe pede dinheiro após vender suas ações; sem isso, o corretor manterá uma conta corrente em aberto sem necessidade de dinheiro vivo. Mas quando o cliente precisa de dinheiro, ele vende suas ações e sai do mercado. Por isso, quanto maior o volume de empréstimos que os corretores tomarem dos bancos, maior o grau em que os fundos estão *saindo* do mercado de ações, e não entrando nele. Na década de 1920, o alto volume de empréstimos de corretores indicava o alto grau em que a indústria estava usando o mercado de ações como canal para adquirir fundos poupados para investimento.[28]

[28] Sobre isso tudo, ver Machlup, *The Stock Market, Credit, and Capital Formation*. Um corretor individual pode tomar dinheiro emprestado para pagar outro corretor, mas, no agregado, as transações entre os corretores compensam-se umas às outras e os empréstimos totais dos corretores refletem meramente as relações entre corretores e clientes.

Não deveriam surpreender as flutuações do mercado de ações, muitas vezes bem demarcadas durante um *boom*. Vimos que a análise austríaca demonstra que flutuações maiores ocorrerão nas indústrias de bens de capital. As ações, porém, são *unidades de títulos de massas de bens de capital*. Assim como os preços dos bens de capital tendem a subir durante um *boom*, igualmente subirão os preços de títulos de propriedade de massas de capital.[29] A queda na taxa de juros causada pela expansão do crédito aumenta o valor de capital das ações, e esse aumento é estimulado simultaneamente pelo aumento presente e prospectivo dos rendimentos das empresas. A consideração do aumento dos rendimentos prospectivos durante o *boom* naturalmente tenderá a elevar os preços das ações mais do que a maioria dos demais preços. O mercado de ações portanto não é um elemento realmente independente, distinto do sistema industrial, ou que efetivamente o perturbe. Pelo contrário, o mercado de ações tende a refletir os desenvolvimentos "reais" do mundo dos negócios. Os corretores de valores que protestaram durante o fim da década de 1920, dizendo que o *boom* tão somente refletia seu "investimento nos Estados Unidos" não mereciam os comentários amargos dos críticos posteriores; o erro deles foi o erro universal de acreditar que o *boom* da década de 1920 era natural e perpétuo, e não um prelúdio artificialmente induzido do desastre. É difícil dizer que esse foi um equívoco particular do mercado de ações.

Outro saco de pancadas favorito nos últimos *booms* tem sido o *crédito parcelado ao consumidor.* Acusa-se os empréstimos parcelados aos consumidores de serem particularmente inflacionários e insustentáveis. Contudo, o contrário é que é verdade. O crédito parcelado é tão inflacionário quanto qualquer outro empréstimo, e faz muito menos mal do que os empréstimos às empresas (incluindo os empréstimos supostamente "sólidos") porque não leva ao ciclo de *boom* e recessão. A análise de Mises do ciclo econômico aponta que sua causa é a expansão inflacionária do crédito *às empresas* no mercado de empréstimos. É a expansão do crédito às empresas que superestimula o investimento nas ordens superiores, iludindo as empresas a respeito da quantidade de poupança disponível etc. Mas os empréstimos aos consumidores *enquanto* consumidores não têm efeitos negativos. Como eles estimulam o consumo e não os gastos das empresas, eles não principiam um ciclo de *boom* e recessão. Nesses empréstimos há menos motivos para preocupação do que em quaisquer outros.

[29] Os valores do mercado imobiliário com frequência vão se comportar de modo análogo, uma vez que os imóveis transmitem unidades de título de capital em terra.

Excesso de otimismo, excesso de pessimismo

Outra teoria comum atribui os ciclos econômicos a ondas psicológicas alternantes de “excesso de otimismo” e de “excesso de pessimismo”. Essa perspectiva negligencia o fato de que o mercado é estruturado para recompensar as previsões corretas e penalizar as incorretas. Os empreendedores não precisam depender de sua própria psicologia; eles sempre têm a opção de referir suas ações aos testes objetivos de lucros e prejuízos. Os lucros indicam que suas decisões foram boas; os prejuízos indicam que eles cometeram erros graves. Esses testes objetivos de mercado oferecem um contrapeso a quaisquer erros psicológicos que possam ser cometidos. Além disso, os empreendedores de sucesso no mercado serão precisamente aqueles que, ao longo dos anos, estiverem melhor preparados para fazer previsões corretas e usar seu bom senso na análise das condições de mercado. Nessas condições, é absurdo supor que todos os empreendedores cometerão esses erros, *a menos que* os fatos objetivos do mercado fiquem distorcidos por um período de tempo considerável. Essa distorção enfraquecerá os “sinais” objetivos do mercado e iludirá a grande maioria dos empreendedores. É essa a distorção explicada pela teoria de Mises do ciclo. O otimismo dominante não é a causa do *boom*; ele é o reflexo de acontecimentos que parecem oferecer prosperidade ilimitada. Além disso, não há qualquer razão para que o excesso generalizado de otimismo subitamente se transforme em excesso de pessimismo; na verdade, como Schumpeter observou (e isso certamente era verdade após 1929), os empresários costumam insistir num otimismo obstinado e sem razão por bastante tempo após o começo da depressão.[30] A psicologia empresarial portanto é derivativa da situação econômica objetiva, e não uma de suas causas. As expectativas econômicas portanto *corrigem* a si mesmas em vez de agravar a si mesmas. Como observou o professor Bassic:

O empresário pode esperar uma queda, e pode diminuir seus estoques, mas produzirá o bastante para atender aos pedidos que recebe; e, assim que as expectativas de queda mostrem-se equivocadas, ele voltará a refazer seus estoques... a teoria psicológica inteira dos ciclos econômicos não parece muito mais do que uma inversão da verdadeira sequência causal. As expectativas são mais intimamente derivadas das condições econômicas do que causadoras delas. O empresário tanto expande quanto espera que sua expansão vá ser lucrativa porque as condições que ele vê justificam a

[30] Ver Schumpeter, *Business Cycles*, vol. 1, cap. IV.

expansão... Não é a onda de otimismo que faz com que o tempo seja bom. Os bons tempos quase que obrigatoriamente trazem consigo uma onda de otimismo. Por outro lado, quando vem o declínio, ele vem não porque todos perdem confiança, mas porque as forças econômicas básicas estão mudando. Uma vez que o real apoio do boom desabe, todo o otimismo acumulado em anos de prosperidade cairá junto. O costume é que a confiança tenda a permanecer estável após o início de uma queda.[31]

[31] V. Lewis Bassic, "Recent Developments in Short-Term Forecasting", em *Short-Term Forecasting, Studies in Income and Wealth* (Princeton, NJ: National Bureau of Economic Research, 1995), vol. 17, pp. 11–12. Ver também pp. 20–21.

Segunda parte

O *boom* inflacionário: 1921–1929

IV

Os fatores inflacionários

A maioria dos autores que tratam da depressão de 1929 comete o mesmo erro grave que aflige os estudos econômicos em geral – o uso de estatísticas históricas para "testar" a validade da teoria econômica. Tentamos mostrar que essa metodologia é radicalmente defeituosa quando se trata de ciência econômica, e que teorias só podem ser confirmadas ou refutadas em bases anteriores. Os fatos empíricos entram na teoria, mas apenas no nível de axiomas básicos, e sem qualquer relação com os "fatos" históricos–estatísticos usados pelos economistas contemporâneos. O leitor terá de procurar em outras obras – principalmente nas de Mises, de Hayek e de Robbins – um desenvolvimento e uma defesa dessa epistemologia. Aqui basta dizer que as estatísticas nada podem provar, porque elas refletem a operação de diversas forças causais. Por exemplo, "refutar" a teoria austríaca de que o *boom* começa porque as taxas de juros podem não ter sido reduzidas num certo caso equivale a errar o alvo. Isso simplesmente significa que outras forças – talvez um aumento no risco, talvez a expectativa de um aumento de preços – foram fortes o bastante para elevar as taxas de juros. Mas a análise austríaca do ciclo econômico continua a operar independentemente dos efeitos de outras forças. O que é importante é que as taxas de juros *são mais baixas do que teriam sido sem a expansão de crédito*. Da análise teórica sabemos que esse é o efeito de toda expansão de crédito bancário; mas estatisticamente nada podemos fazer – não podemos usar as estatísticas para estimar *qual teria sido* a taxa de juros. As estatísticas só podem registrar acontecimentos passados; elas não têm como descrever acontecimentos possíveis mas não realizados.

Analogamente, a designação da década de 1920 como período de *boom* inflacionário pode perturbar aqueles que julgam que veem a inflação como um aumento de preços. Os preços geralmente permaneceram estáveis e chegaram até a cair um pouco durante aquele período. Mas temos de atentar para o fato de que havia duas grandes forças agindo sobre os preços durante a década de 1920 – a inflação monetária, que levou os preços para cima, e o aumento de produtividade, que diminuiu custos e preços. Numa sociedade em que há um livre mercado puro, o crescimento da produtividade aumentará a oferta de bens e reduzirá os preços e os custos, disseminando os frutos de um padrão de vida mais elevado a todos os consumidores. Mas essa tendência foi contrabalançada pela inflação monetária, que serviu para estabilizar os preços. Essa estabilização era e é um objetivo desejado por muitos, mas ela (a) impediu que os frutos de um padrão de vida mais elevado fossem disseminados tão amplamente quanto

seriam num mercado livre; e (b) geraram o *boom* e a depressão do ciclo de negócios. Afinal, um traço distintivo do *boom* inflacionário é que os preços são mais altos do que seriam num mercado livre e desimpedido. Mais uma vez, as estatísticas não conseguem descobrir os processos causais em funcionamento.

Se estivéssemos escrevendo uma história econômica do período que vai de 1921 a 1923, teríamos de tentar isolar e explicar todos os feixes causais do tecido de estatísticas e dos demais acontecimentos históricos. Por exemplo, analisaríamos diversos preços, a fim de identificar os efeitos da expansão do crédito, de um lado, e do aumento da produtividade, de outro. E tentaríamos rastrear os processos do ciclo econômico, junto com todas as demais forças econômicas de mudança (como as alterações na demanda por produtos agrícolas, ou por novas indústrias etc.) que incidiram sobre a atividade produtiva. Mas nossa tarefa neste livro é muito mais modesta: é apontar as forças especificamente cíclicas em jogo, mostrar como o ciclo foi gerado e perpetuado durante o *boom*, e como o processo de ajuste foi impedido, assim agravando a depressão. Como o governo e o sistema bancário por ele controlado são integralmente responsáveis pelo *boom* (e por conseguinte por terem gerado a depressão subsequente), e como o governo é amplamente responsável por agravar a depressão, temos de necessariamente nos concentrar nesses atos de intervenção governamental na economia. Um mercado desimpedido não geraria *booms* e depressões, e, se tivesse de enfrentar uma depressão produzida por uma intervenção anterior, ele rapidamente eliminaria a depressão e erradicaria particularmente o desemprego. Nossa preocupação, portanto, não é tanto com o estudo do mercado, mas com o estudo das ações do culpado por gerar e intensificar a depressão – o governo.

A definição da oferta monetária

A moeda é o meio geral de troca. A partir dessas bases, os economistas definem geralmente a moeda como a oferta de dinheiro e de depósitos à vista nos bancos comerciais. Estes são os meios de pagamento: a moeda em ouro ou em papel (nos Estados Unidos, basicamente Notas do Federal Reserve), ou depósitos sujeitos à conferência nos bancos comerciais. Contudo, essa definição é na verdade inadequada. *De jure*, apenas o ouro durante a década de 1920, e hoje apenas papéis do governo, como as Notas do Federal Reserve são moeda padrão ou de curso forçado. Os depósitos à vista somente funcionam como moeda porque são considerados *substitutos da moeda* perfeitos, isso é, eles se prestam imediatamente a tomar o lugar

do dinheiro, sendo equivalentes a ele. Como cada titular acredita poder converter seus depósitos à vista em moeda de curso forçado de igual valor, esses depósitos circulam como equivalentes inquestionados do dinheiro vivo, valendo tanto quanto a moeda mesma para fazer pagamentos. Porém, basta que desapareça a confiança em um banco, e que um banco vá à falência, para que seus depósitos à vista não sejam mais considerados equivalentes da moeda. O traço distintivo de um substituto da moeda é, portanto, que as pessoas creem que ele pode ser convertido em moeda de igual valor nominal, à vista, a qualquer momento. Mas, a partir dessa definição, os depósitos à vista não são de jeito nenhum o único substituto da moeda – ainda que sejam o mais importante. Eles não são os únicos constituintes da oferta monetária em sentido mais amplo.[1]

Nos últimos anos, cada vez mais economistas começaram a incluir depósitos a prazo em suas definições de oferta monetária. Afinal, um depósito a prazo também pode ser convertido à vista por seu valor nominal em moeda, e portanto merece o status de moeda. Os oponentes afirmam (1) que um banco pode legalmente demandar uma espera de trinta dias antes de resgatar um depósito a prazo em dinheiro, e que portanto o depósito não é estritamente conversível *sob demanda*, e (2) que um depósito a prazo não é um verdadeiro meio de pagamento, porque não é facilmente transferível: não se pode passar um cheque coberto por ele, e o proprietário tem de apresentar sua caderneta bancária para poder fazer um saque. Contudo, essas considerações não têm importância. Na realidade, o aviso prévio de trinta dias é letra morta; ele praticamente nunca é imposto, e, se fosse, sem dúvida o banco enfrentaria uma corrida imediata e devastadora.[2] Todo mundo age como se seus depósitos a prazo fossem resgatáveis à vista, e os bancos pagam seus depósitos do mesmo jeito que resgatam os depósitos à vista. A necessidade de retirada em pessoa é apenas um pormenor; pode

---

[1] Ver Lin Lin, "Are Time Deposits Money?", *American Economic Review* (março de 1937): 7686. Lin observa que a demanda e os certificados de depósitos bancários são intercambiáveis em valor nominal e em dinheiro, e assim são vistos pelo público. Ver também Gordon W. McKinley, "The Federal Home Loan Bank System and the Control of Credit", *Journal of Finance* (setembro de 1957): 319–32, e idem, "Reply", *Journal of Finance* (dezembro de 1958): 545.

[2] O governador George L. Harrison, presidente do Federal Reserve Bank do estado de Nova York, num testemunho em 1931, afirmou que qualquer banco que enfrente uma corrida tem de resgatar imediatamente tanto seus depósitos à vista quanto de poupança. Qualquer pedido de aviso prévio de trinta dias provavelmente faria com que o Comptroller of Currency [Autoridade de Controle da Moeda] fechasse o banco imediatamente. Harrison concluiu: "essas contas [a prazo] são substancialmente, e para todos os efeitos, depósitos à vista". Charles E. Mittchell, presidente do National City Bank of New York, concordou que "nenhum banco comercial poderia se dar ao luxo de invocar o direito de atrasar o pagamento desses depósitos". E, de fato, as fortes corridas bancárias de 1931–1933 estiveram relacionadas a depósitos a prazo assim como a depósitos à vista. Senate Banking and Currency Committee, *Hearings on Operations of National and Federal Reserve Banking Systems, Part I* (Washington, D.C., 1931), pp. 36, 321–22; e Lin Lin, "Are Time Deposits Money?"

demorar um pouco mais ir até o banco e retirar o dinheiro do que pagar em cheque, mas a essência do processo é a mesma. Em ambos os casos, a origem do pagamento monetário é um depósito bancário.[3] Outra distinção que já foi sugerida é que os bancos pagam juros sobre depósitos a prazo, mas não à vista, e que a moeda não pode gerar juros. Mas isso passa por cima do fato de que os bancos pagaram *sim* juros sobre depósitos à vista durante o período que estamos investigando, e continuaram a pagá-los até que essa prática foi criminalizada em 1933.[4] Naturalmente, pagava-se juros mais altos sobre depósitos a prazo, a fim de induzir os depositantes a passar a usar a conta que demandava menos reservas.[5] Esse processo levou alguns economistas a distinguir entre os depósitos a prazo nos bancos comerciais e aqueles nas caixas econômicas, já que os bancos comerciais são os que lucram diretamente com a mudança. Contudo, as caixas econômicas também lucram quando um depositante à vista fecha sua conta num banco comercial e a transfere para a caixa econômica. Portanto, não há diferença real entre as categorias de depósitos a prazo; ambos são aceitos como substitutos da moeda e, nos dois casos, os depósitos a pagar resgatáveis à vista *de facto* muitas vezes são o dinheiro que está no cofre, enquanto o resto representa empréstimos e investimentos que foram inchar a oferta monetária.

A fim de ilustrar o modo como uma caixa econômica incha a oferta monetária, suponha que Jones transfira seu dinheiro de uma conta corrente em um banco comercial para uma caixa econômica, fazendo um cheque de US$ 1.000 para sua conta poupança. Até onde Jones sabe, ele simplesmente tem US$ 1.000 numa conta poupança numa caixa econômica e não numa conta corrente num banco comercial. Mas agora a caixa econômica possui US$ 1.000 na conta corrente de um banco comercial e usa esse di-

---

[3] Os depósitos a prazo, além disso, são muitas vezes usados diretamente para fazer pagamentos. Os indivíduos podem obter *cheques* do banco, e usá-los diretamente como moeda. Mesmo D. R. French, que tentou negar que depósitos a prazo são moeda, admitiu que algumas empresas usavam depósitos a prazo para "grandes pagamentos em particular, como os de impostos, após notificar o banco". D. R. French, "The Significance of Time Deposits in the Expansion of Bank Credit, 1922–1928", *Journal of Political Economy* (dezembro de 1931): 763. Ver também Senate Banking–Currency Committee, *Hearings*, pp. 321–22; Committee on Bank Reserves, "Member Bank Reserves", em Federal Reserve Board, *19th Annual Report, 1932* (Washington, D.C., 1933), pp. 27ss; Lin Lin, "Are Time Deposits Money?" e *Business Week* (16 de novembro de 1957).

[4] Ver Lin Lin, "Professor Graham on Reserve Money and the One Hundred Percent Proposal", *American Economic Review* (março de 1937): 112–13.

[5] Como observou Frank Graham, a tentativa de manter os depósitos à vista simultaneamente como ativos plenamente líquidos e como investimento gerador de juros é a mesma coisa que tentar comer a torta e guardá-la. Isso vale para os depósitos à vista, para as cotas das associações de poupança e empréstimo, e também para os valores de resgate das companhias de seguros de vida. Ver Frank D. Graham, "One Hundred Percent Reserves: Comment", *American Economic Review* (junho de 1941): 339.

nheiro para fazer empréstimos ou para investir em empresas. O resultado é que agora há US$ 2.000 de efetiva oferta monetária onde antes havia apenas US$ 1.000 – US$ 1.000 guardados num depósito de poupança e outros US$ 1.000 emprestados à indústria. Assim, em qualquer estoque de oferta monetária, o total de depósitos a prazo, em poupança e também nos comerciais deveria ser acrescentado ao total de depósitos à vista.[6]

Mas se admitirmos a inclusão de depósitos a prazo na oferta monetária, panoramas ainda mais amplos abrem-se diante de nossos olhos, porque assim todos os títulos conversíveis em dinheiro à vista constituem parte da oferta monetária, inchando a oferta monetária sempre que as reservas em dinheiro forem menores do que 100%. Nesse caso, as cotas das associações de poupança-e-empréstimo (conhecidas na década de 1920 como associações de construção-e-poupança), as cotas e os depósitos a prazo das associações de crédito *e* as obrigações de resgate das companhias de seguros de vida também fazem parte da oferta monetária total.

Imediatamente se vê que as associações de poupança-e-crédito contribuem para a oferta monetária; elas se distinguem das caixas econômicas (excetuando sua concentração em empréstimos imobiliários) apenas por ser financiadas por cotas de ações e não por depósitos. Mas essas "ações" são resgatáveis à vista por seu valor nominal em dinheiro (qualquer aviso prévio é letra morta) e portanto devem ser consideradas parte da oferta monetária. As associações de poupança-e-empréstimo cresceram num ritmo acelerado durante a década de 1920. As associações de crédito também são financiadas em grande medida por cotas resgatáveis; sua importância era desprezível durante o período do *boom* inflacionário, pois seus ativos totais somavam apenas US$ 35 milhões em 1929. Pode-se observar, porém, que elas praticamente iniciaram suas operações em 1921, com o incentivo de Edward Filene, filantropo de Boston.

As obrigações de resgate de seguro de vida são nossa sugestão mais controversa. Não se pode duvidar, porém, que elas supostamente podem ser resgatadas por seu valor nominal à vista, e devem, portanto, segundo nossos princípios, ser incluídas na oferta monetária geral. Para nossos fins, as principais diferenças entre essas obrigações e as outras listadas anteriormente são que o proprietário da apólice é incentivado por toda espécie de propaganda a não converter seus títulos em dinheiro, e que a companhia de seguro de vida não mantém praticamente nenhum de seus ativos em

---

[6] Ver McKinley, "The Federal Home Loan Bank System and the Control of Credit", pp. 323–24. Sobre os economistas que consideram e os que não os depósitos a prazo moeda, ver Richard T. Selden, "Monetary Velocity in the United States", em Milton Friedman, ed., *Studies in the Quantity Theory of Money* (Chicago: University of Chicago Press, 1956), pp. 179–257.

dinheiro – mais ou menos algo entre 1% e 2%. É possível estimar estatisticamente as obrigações de resgate por meio das reservas totais das apólices das companhias de seguro de vida, excetuando os empréstimos a pagar, porque as apólices que os proprietários usaram como garantia para tomar empréstimos junto à companhia seguradora não estão sujeitas a um saque imediato.[7] Os valores de resgate das companhias de seguros de vida cresceram rapidamente durante a década de 1920.

É verdade que, dentre esses constituintes da oferta monetária, os depósitos à vista são os mais fáceis de transferir, e portanto são aqueles usados de maneira mais imediata para fazer pagamentos. Mas isso é uma questão formal; as barras de ouro não eram menos moeda do que as moedas de ouro, mas eram usadas para menos transações. As pessoas mantém suas contas mais ativas em depósitos à vista, e seus saldos menos ativos em contas a prazo, poupança etc; contudo, elas podem sempre fazer transferências rapidamente, e à vista, de qualquer uma dessas contas para outra.

Inflação da oferta monetária, 1921–1929

Geralmente se acredita que o grande *boom* da década de 1920 começou por volta de julho de 1921, após um ano ou mais de forte recessão, e terminou por volta de julho de 1929. A produção e a atividade econômica começaram a cair em julho de 1929, ainda que o famoso *crash* da bolsa tenha acontecido em outubro daquele ano. A tabela 1 mostra a *oferta monetária total* do país, começando com US$ 45,3 bilhões em 30 de junho de 1921, e vai calculando o total, junto com seus principais constituintes, mais ou menos a cada seis meses a partir daquele momento.[8] Ao longo do período inteiro do *boom*, vemos que a oferta monetária cresceu em US$ 28 bilhões, um aumento de 61,8% ao longo de um período de oito anos. Isso equivale a um aumento médio anual de 7,7%, um grau de inflação bastante considerável. Os depósitos bancários totais aumentaram 51,1%, as cotas das

[7] Em sua exposição mais recente do assunto, McKinly aborda o reconhecimento do valor de resgate das apólices de seguros de vida como parte da oferta monetária em sentido mais amplo. Gordon W. McKinley, “Effects of Federal Reserve Policy on Nonmonetary Financial Institutions”, em Herbert V. Prochnow, ed., *The Federal Reserve System* (Nova York: Harper and Bros., 1960), pp. 217n, 222.

[8] Os dados para cotas de associações de poupança-e-empréstimos e de reservas de seguros de vida só são confiáveis para o fim de cada ano; os dados do meio de cada ano são estimados pelo autor por meio de interpolação. Estritamente falando, a oferta monetária do país é igual aos dados acima menos a quantidade de papel-moeda e de depósitos a prazo em poder das companhias de poupança e empréstimo e de seguros de vida. Essas últimas cifras não estão disponíveis, mas sua ausência não altera excessivamente os resultados.

TABELA 1
OFERTA MONETÁRIA TOTAL DOS ESTADOS UNIDOS, 1921–1929*
(EM BILHÕES DE DÓLARES)

Data	*Moeda Fora dos Bancos*	*Depósitos à Vista Corrigidos*	*Depósitos a prazo*	*Total Corrigido de Depósitos e Moeda Fora dos Bancos*	*Capital de Poupança e Empréstimos*	*Reservas Líquidas de Apólices de Seguros de Vida*	*Oferta Monetária Total*	*Mudança Percentual Anual em Relação ao Ano Anterior*
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1921 – 30 de junho	3,68	17,11	16,58	37,79	1,85	5,66	45,30	***
1922 – 30 de junho	3,35	18,04	17,44	39,00	2,08	6,08	47,16	4,1
1923 – 30 de junho	3,74	18,96	19,72	42,75	2,42	6,62	51,79	9,8
1923 – 31 de dezembro	3,73	19,14	20,38	43,50	2,63	6,93	53,06	4,9
1924 – 30 de junho	3,65	19,41	21,26	44,51	2,89	7,27	54,67	6,1
1924 – 31 de dezembro	3,70	20,90	22,23	47,08	3,15	7,62	57,85	11,6
1925 – 30 de junho	3,57	21,38	23,19	48,32	3,48	8,05	59,86	7,1
1925 – 31 de dezembro	3,77	22,29	23,92	50,30	3,81	8,48	62,59	9,2
1926– 30 de junho	3,60	22,00	24,74	50,57	4,09	8,95	63,62	3,3
1926 – 31 de dezembro	3,83	21,72	25,33	51,12	4,38	9,45	64,96	4,2
1927 – 30 de junho	3,56	21,98	26,46	52,23	4,70	9,98	66,91	6,0
1927 – 31 de dezembro	3,70	22,73	27,37	54,08	5,03	10,50	69,61	8,1
1928 – 30 de junho	3,62	22,26	28,53	54,68	5,39	11,05	71,12	4,4
1928 – 31 de dezembro	3,59	23,08	28,68	55,64	5,76	11,60	73,00	5,2
1929 – 30 de junho	3,64	22,54	28,61	55,17	6,00	12,09	73,26	0,7

* A Coluna 1, *moeda fora dos bancos*, inclui moedas de ouro, Notas do Tesouro, Notas do Federal Reserve, e várias notas menores; como de hábito, exclui-se a moeda em poder dos bancos, porque ela é usada como reserva de parte da oferta monetária em circulação. A Coluna 3, *depósitos a prazo*, inclui as contas nos bancos comerciais e nas caixas econômicas, e no Postal Saving System [Sistema de Poupança dos Correios]. A Coluna 4 mostra o total das três anteriores mais a quantidade desprezível de depósitos do Governo dos Estados Unidos, a fim mostrar o total de depósitos e de moeda em circulação. A Coluna 5 é o capital de cotas de associações de poupança-e-empréstimo. A Coluna 6 são as reservas de apólices menos os empréstimos contra apólices das companhias de seguros de vida. A Coluna 7 mostra a *oferta monetária total*, somando as Colunas 4, 5 e 6. A Coluna 8 mostra a mudança percentual anual da Coluna 7 a partir da data anterior. As estatísticas para moeda e para depósitos podem ser encontradas em Conselho de Governadores do Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics* (Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 1943), pp. 34, *passim*. Os dados para as associações de poupança-e-empréstimo estão disponíveis em *Historical Statistics of the U.S., 1789–1945* (Washington, D.C.: U.S. Department of Commerce, 1949), p. 175, e os dados para seguros de vida no *Life Insurance Year Book*.

associações de poupança e empréstimos 224,3%, e as reservas líquidas de apólices de seguro de vida, 113,8%. Os principais aumentos aconteceram em 1922–1923, no fim de 1924, no fim de 1925 e no fim de 1927. A abrupta estabilização aconteceu precisamente no momento em que esperaríamos – na primeira metade de 1929, quando os depósitos bancários diminuíram e a oferta monetária total permaneceu quase constante. Para gerar o ciclo econômico, a inflação precisa acontecer por meio de empréstimos às empresas, e a década de 1920 está em conformidade com as especificações. Não houve qualquer expansão no papel-moeda em circulação, que no início do período totalizava US$ 3,68 bilhões e, no final, US$ 3,64 bilhões. Toda a expansão monetária se deu por meio de substitutos da moeda, que são produtos da expansão monetária. Somente uma quantidade desprezível dessa expansão veio da compra de títulos do governo: a vasta maioria representava empréstimos e investimentos privados. (Um "investimento" no título de uma empresa é, economicamente, um *empréstimo* à empresa no mesmo sentido em que os créditos de prazo mais curto denominados "empréstimos" nos extratos bancários.) Os títulos do governo americano em poder dos bancos subiram de US$ 4,33 bilhões para US$ 5,50 bilhões ao longo do período, enquanto o total de títulos do governo em poder das companhias de seguros de vida na verdade caiu de US$ 1,39 bilhão para US$ 1,36 bilhão. Os empréstimos das associações de poupança-e-empréstimos estão quase todos em imóveis privados, e não em obrigações do governo. Assim, apenas US$ 1 bilhão do novo dinheiro não contribuía para gerar o ciclo, e representava investimentos em títulos do governo; quase todo esse crescimento desprezível aconteceu nos primeiros anos, entre 1921 e 1923.

A outra forma de empréstimo bancário que não contribui para gerar o ciclo econômico é o crédito ao consumidor, mas o aumento de empréstimos aos consumidores durante a década de 1920 ficou em no máximo umas poucas centenas de milhões de dólares; a maior parte do crédito ao consumidor foi dado por instituições não-monetárias.[9]

Como vimos, a inflação não é precisamente o aumento da oferta monetária total; é o aumento da oferta monetária *que não consiste* num aumento do ouro, isso é, um aumento que não é coberto pela moeda *commodity* padrão. Nas discussões sobre a década de 1920, muito se fala sobre a "inflação do ouro", dando a entender que a expansão monetária foi simplesmente o resultado natural de um aumento da oferta de ouro nos EUA. Todavia, o aumento das reservas totais de ouro do Federal Reserve e do Tesouro foi

[9] Sobre a relutância dos bancos em emprestar ao consumidor durante essa época, ver Clyde W. Phelps, *The Role of the Sales Finance Companies in the American Economy* (Baltimore, Maryland: Commercial Credit, 1952).

de apenas US$ 1,16 bilhão de 1921 a 1929. Isso cobre apenas uma parte desprezível da expansão monetária total – a inflação dos dólares.

TABELA 2
TOTAL DE DÓLARES E TOTAL DE RESERVAS DE OURO*
(EM BILHÕES DE DÓLARES)

	Total de Créditos em Dólar	*Total de Reservas de Ouro*	*Total de Dólares sem Cobertura*
Junho de 1921	44,7	2,6	42,1
Junho de 1929	71,8	3,0	68,8

*"Total de créditos em dólar" é a "oferta monetária total" da Tabela 1 menos a parcela de moeda em circulação que *não* constitui créditos em dólar contra as reservas de ouro: isso é, moedas de ouro, certificados de ouro, dólares de prata e certificados de prata. "Total de reservas de ouro" é o número oficial para as reservas de ouro *menos* o valor dos certificados de ouro em circulação, e é igual ao "total de reservas" oficial dos bancos do Federal Reserve. Como os certificados de ouro correspondiam a obrigações, e como sabia-se que eles estavam cobertos por 100% de ouro, essa quantidade está excluída de nossas reservas para créditos em dólar, e, analogamente, os certificados em ouro estão aqui excluídas do total de "dólares". A prata padrão e os créditos em prata padrão foram excluídos por não ser créditos de ouro, ao passo que uma moeda de ouro é ouro e crédito de ouro. Ver *Banking and Monetary Statistics* (Washington, D.C.: Federal Reserve System, 1943), pp. 544–45, 409, e 346–48.

A Tabela 2 compara o total de títulos de dólares emitidos pelo governo dos Estados Unidos, pelo sistema bancário por ele controlado, e por outras instituições monetárias (a oferta monetária total) com o total de reservas de ouro no banco central (a oferta total de ouro que poderia ser usada para preservar as garantias de resgate de dólares à vista). A diferença absoluta entre o total de dólares e o valor total das reservas de ouro equivale à quantidade de recibos "falsificados" de ouro que foram emitidos e o grau em que o sistema bancário estava falido *de facto*, ainda que não *de jure*. Há uma comparação dessas quantidades no começo e no final do período do *boom*.

O total de dólares descobertos ou "falsificados" aumentou de US$ 42,1 bilhões para US$ 68,8 bilhões no período de oito anos, um aumento de 63,4%, ao passo que as reservas de ouro aumentaram 15%. Assim, vemos que essa medida corrigida da inflação traz uma estimativa ainda mais alta do que a estimativa sem a consideração do influxo de ouro. O influxo de ouro não pode, portanto, servir de desculpa para nenhuma parte da inflação.

Gerando inflação, parte 1: reservas mínimas

Quais fatores foram responsáveis pelos 63% de inflação da oferta monetária durante a década de 1920? Se o papel moeda em circulação simplesmente não aumentou, a expansão inteira aconteceu por meio de depósitos bancários e de outros créditos monetários. O elemento mais importante na oferta monetária é a base de crédito dos bancos comerciais, porque mesmo que as caixas econômicas, as associações de poupança e empréstimos e as companhias de seguro de vida podem inchar a oferta monetária, elas só podem fazer isso com base nos depósitos do sistema bancário comercial. As obrigações das outras instituições financeiras são resgatáveis em depósitos de bancos comerciais e também em papel moeda, e todas essas instituições mantêm suas reservas nos bancos comerciais, que portanto serve de base de crédito para as demais instâncias criadoras de moeda.[10] A devida política do governo federal, então, seria apertar as restrições de política monetária que incidem sobre os bancos comerciais a fim de contrabalançar a expansão do crédito nas outras áreas; isso é, sem contar a reforma mais radical, que seria submeter todas essas instituições a manter 100% de reservas em dinheiro.[11]

Que fatores, então, foram responsáveis pela expansão do crédito dos bancos comerciais? Como os bancos eram e são obrigados a manter uma porcentagem mínima de reservas de seus depósitos, existem três fatores possíveis – (a) uma redução das exigências de reservas mínimas, (b) um aumento de reservas totais, e (c) um esgotamento de reservas que anteriormente estavam acima da reserva mínima exigida por lei.

Sobre o problema do excesso de reservas, infelizmente não há estatís-

---

[10] Como diz McKinley:

> Assim como a fonte última de reservas para os bancos comerciais consiste em obrigações de depósitos dos bancos do Federal Reserve, também a fonte última de reservas das instituições não-bancárias consiste em obrigações de depósitos dos bancos comerciais. A oferta monetária [são]… duas pirâmides invertidas, uma em cima da outra. O Federal Reserve fica na base da pirâmide inferior, e… por controlar o volume de suas próprias obrigações de depósito, os bancos do FR influenciam não apenas as obrigações de depósito dos bancos comerciais, mas também as obrigações de depósitos de todas aquelas instituições que usam como reservas em espécie as obrigações de depósitos dos bancos comerciais.

[11] Pode-se perguntar, em desespero: se as instituições supostamente “de poupança” (caixas econômicas, companhias de seguros, associações de poupança e empréstimos etc.) estão obrigadas por lei a manter 100% de reservas, que poupança seria permitida numa sociedade libertária? A resposta é: poupança verdadeira, como por exemplo a emissão de cotas numa empresa de investimentos, ou a venda de títulos ou de outras debêntures ou de títulos a prazo para os poupadores, que venceriam em uma certa data no futuro. Esses fundos verdadeiramente poupados seriam, por sua vez, investidos nas empresas.

ticas disponíveis para antes de 1929. Contudo, é de conhecimento geral que praticamente inexistia excesso de reservas antes da Grande Depressão, porque os bancos tentavam emprestar o máximo que podiam, ficando no limite das reservas mínimas. Os dados de 1929 confirmam essa opinião.[12] Podemos descartar com segurança qualquer possibilidade de que os recursos para a inflação tenham vindo do esgotamento de reservas que anteriormente estavam em excesso.

Podemos portanto voltar-nos para os outros dois fatores. Qualquer redução das reservas mínimas claramente geraria um excesso de reservas, e com isso incentivaria a múltipla inflação do crédito bancário. Durante a década de 1920, porém, as reservas mínimas dos bancos membros foram fixadas por regulamento da seguinte maneira: 13% (reservas de depósitos à vista) nos bancos municipais centrais do Federal Reserve (os de Nova York e de Chicago); 10% nos bancos municipais do Federal Reserve; e 7% nos bancos rurais. Os depósitos a prazo nos bancos membros só tinham a exigência de 3% de reserva, independentemente da categoria do banco. Essas proporções não mudaram em nada. Contudo, não são as alterações nas proporções mínimas das reservas que interessam; quaisquer *transferências* de depósitos de uma categoria para outra são importantes. Assim, se houve qualquer grande transferência de depósitos de Nova York para os bancos rurais, as exigências de reservas menores em áreas rurais permitiriam uma inflação líquida geral considerável. Em suma, uma transferência de moeda de um tipo de banco para outro, ou de depósitos à vista para depósitos a prazo ou vice-versa muda as reservas mínimas agregadas *reais* da economia. Cabe-nos portanto investigar possíveis mudanças nas reservas mínimas *reais* durante a década de 1920.

Dentro da classe de depósitos à vista dos bancos membros, as categorias importantes, por razões jurídicas, são geográficas. Uma transferência dos bancos rurais para os de Nova York e de Chicago aumenta as reservas mínimas reais e limita a expansão monetária. A Tabela 3 apresenta o total de depósitos à vista nos bancos membros nas diversas áreas em junho de 1921 e em junho de 1929, e a porcentagem de cada área no total de depósitos à vista em cada data.

Vemos que a porcentagem dos depósitos à vista nos bancos nacionais caiu durante a década de 1920, de 34,2% para 31,4%, ao passo que sua porcentagem nos bancos urbanos aumentou, nas duas categorias. Assim, a transferência em reservas mínimas *reais* foi *anti*-inflacionária, porque os bancos urbanos tinham de manter por lei reservas mínimas mais altas do

---

[12] *Banking and Monetary Statistics*, pp. 370–71. O excesso listado para 1929 fica na média de quarenta milhões de dólares, ou cerca de 2% do total dos saldos em reserva.

que as dos bancos rurais. Está claro que não veio nenhum ímpeto inflacionário de mudanças geográficas nos depósitos à vista.

E a relação entre depósitos nos bancos membros e nos bancos não-membros? Em junho de 1921, os bancos membros detinham 72,6% de todos os depósitos à vista; oito anos depois, eles detinham 72,5% do total. Assim, a relativa importância dos bancos membros e não-membros permaneceu estável durante o período, e ambos os tipos expandiram-se mais ou menos na mesma proporção. [13]

TABELA 3
DEPÓSITOS À VISTA NOS BANCOS MEMBROS*
(EM BILHÕES DE DÓLARES)

Data	Cidade de Reserva Central	Cidade de Reserva	Rural	Total
(em bilhões de dólares)				
30 de junho de 1921	5,01	4,40	4,88	14,29
30 de junho de 1929	6,87	6,17	5,96	19,01
(em porcentagens)				
30 de junho de 1921	35,7	30,8	34,2	100
30 de junho de 1929	36,1	32,5	31,4	100

**Banking and Monetary Statistics* (Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 1943), pp. 73, 81, 87, 93, 99. Esses depósitos são os oficiais do "Governo dos Estados Unidos" mais "outros depósitos à vista". Eles são praticamente iguais a "depósitos à vista líquidos". "Depósitos à vista corrigidos" são uma indicaçãoo melhor da oferta monetária e são as cifras que geralmente usamos, mas elas não estão disponíveis para categorias geográficas.

A relação entre depósitos *à vista* e *a prazo* proporciona um campo de investigação mais fértil. A Tabela 4 compara os totais de depósitos à vista e a prazo:

[13] *Banking and Monetary Statistics*, pp. 34 e 75. Os depósitos computados são os "depósitos à vista corrigidos" mais depósitos do governo dos Estados Unidos. Uma transferência de depósitos bancários de membros para não-membros tenderia a reduzir as reservas mínimas reais e aumentar o excesso de reservas e a oferta monetária, uma vez que os bancos não-membros usam os depósitos nos bancos membros como base para suas reservas. Ver Lauchlin Currie, *The Supply and Control of Money in the United States* (2a ed, Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1935), p. 74.

TABELA 4
DEPÓSITOS À VISTA E A PRAZO
(EM BILHÕES DE DÓLARES)

Data	Depósitos à Vista	Depósitos a Prazo	Porcentagem de Depósitos à Vista do Total
30 de junho de 1921	17,5	16,6	51,3
29 de junho de 1929	22,9	28,6	44,5

Vemos assim que a década de 1920 testemunhou uma alteração significativa na importância relativa dos depósitos à vista e a prazo: os depósitos à vista eram 51,3% do total de depósitos em 1921, mas caíram para 44,5% em 1929. A relativa expansão dos depósitos a prazo significou uma importante *redução* das reservas mínimas reais para os bancos americanos: a exigência de reservas mínimas para os depósitos à vista era de 10%, mas para os depósitos a prazo era de apenas 3%. A alteração relativa de depósitos à vista para depósitos a prazo foi, portanto, um fator importante para a grande inflação monetária da década de 1920. Enquanto os depósitos à vista aumentaram 30,8% de 1921 a 1929, os depósitos a prazo aumentaram nada menos do que 72,3%!

Durante esse período, os depósitos a prazo consistiam em depósitos nos bancos comerciais e em caixas econômicas. As caixas econômicas só têm depósitos a prazo, e os bancos comerciais, é claro, também são a oferta nacional de depósitos à vista. Se quisermos perguntar em que medida essa mudança de depósitos a vista para depósitos a prazo foi *deliberada*, podemos estimar a resposta considerando o grau de expansão dos depósitos a prazo nos bancos comerciais. Afinal, são os bancos comerciais que ganham diretamente ao induzir seus consumidores a passar de contas à vista para contas a prazo, reduzindo desse modo a quantidade de reservas mínimas e liberando suas reservas para novas expansões do crédito. Em primeiro lugar, os depósitos a prazo nos bancos comerciais eram praticamente o dobro da quantidade que havia nas caixas econômicas. E, além disso, os bancos comerciais expandiram seus depósitos a prazo em 79,8% durante esse período, enquanto as caixas econômicas expandiram os seus apenas 61,8%. Está claro que os bancos comerciais lideraram a mudança para os depósitos a prazo.

Esse aumento em depósitos a prazo não foi acidental. Antes do estabelecimento do Federal Reserve System, os bancos nacionais não tinham

permissão da lei para pagar juros pelos depósitos a prazo, e assim essa categoria ficou restrita aos bancos estaduais e às caixas econômicas, menos importantes. O Federal Reserve Act permitiu que os bancos nacionais pagassem juros pelos depósitos a prazo. Além disso, antes do estabelecimento do Federal Reserve System, os bancos eram obrigados a manter as mesmas reservas mínimas tanto para os depósitos à vista quanto para os depósitos a prazo. O Federal Reserve Act cortou a proporção de reservas mínimas quase pela metade, e também diminuiu as reservas mínimas para depósitos a prazo para 5% e, em 1917, para 3%. Sem dúvida esse foi um claro convite para que os bancos se esforçassem para transferir os depósitos à vista para a categoria de depósitos a prazo.

TABELA 5
DEPÓSITOS A PRAZO
(EM BILHÕES DE DÓLARES)

Data	Caixas Econômicas	Todos os bancos comerciais	Bancos Membros	Bancos Municipais Centrais do FRS	Bancos Municipais do FRS	Bancos Rurais
30 de junho de 1921	5,5	10,9	6,3	0,4	2,1	3,8
29 de junho de 1929	8,9	19,6	13,1	2,2	4,8	6,8

Durante a década de 1920, os depósitos a prazo aumentaram mais exatamente naquelas áreas em que eram mais ativos e em que tinham menor chance de serem mal-interpretados, como se fossem "poupança" ociosa. A Tabela 5 apresenta o registro das diversas categorias de depósitos a prazo. As contas a prazo menos ativas estão nas caixas econômicas, e as mais ativas nos grandes bancos comerciais das cidades. Com isso em mente, abaixo seguem os aumentos ao longo do período nas diversas categorias:

Caixas Econômicas	61,8%
Bancos Comerciais	79,8%
Bancos Membros	107,9%
Bancos Rurais	78,9%

Caixas Econômicas	61,8%
Bancos Municipais do Federal Reserve	128,6%
Bancos Municipais Centrais do Federal Reserve	450%

Assim, vemos, inequivocamente, que as categorias mais ativas de depósitos a prazo foram precisamente aquelas que mais cresceram na década de 1920, e essa correlação vale para cada categoria. A mais ativa – as contas dos bancos municipais centrais do Federal Reserve – aumentaram 450%.[14]

Gerando inflação, parte 2: reservas totais

Duas influências podem gerar a inflação bancária – uma mudança nas reservas mínimas reais e uma mudança no total de reservas bancárias no Federal Reserve Bank. A força relativa desses dois fatores durante a década de 1920 pode ser estimada na Tabela 6.

Claramente os primeiros quatro anos desse período foram uma época de maior expansão monetária do que os últimos quatro. A contribuição dos bancos-membro para a oferta monetária aumentou US$ 6,9 bilhões, ou 37,1%, na primeira metade do nosso período, mas somente US$ 3,9 bilhões ou 15,3% na segunda metade. É evidente que a expansão dos primeiros quatro anos foi financiada exclusivamente pelas reservas totais, já que a proporção de reservas permaneceu mais ou menos a mesma, em cerca de 11,5 : 1. As reservas totais expandiram 35,6% de 1921 a 1925, e os depósitos nos bancos membros subiram 37,1%. Nos últimos quatro anos, as reservas subiram apenas 8,7%, enquanto os depósitos subiram 15,3%. Essa discrepância foi compensada por um aumento na proporção de reservas de 11,7 : 1 para 12,5 : 1, de modo que cada dólar de reserva sustentava mais dólares em depósitos. Podemos estimar a importância das mudanças nas reservas mínimas ao longo do período multiplicando a cifra final, US$ 2,36 bilhões, por 11,6, a proporção original entre depósitos e reservas. O resultado são US$ 27,4 bilhões. Assim, dos US$ 29,4 bilhões em depósitos de bancos membros em junho de 1929, US$ 27,4 bilhões podem ser explicado pelas mudanças nas reservas. Em suma, uma mudança nas reservas dá conta de US$ 2 bilhões do aumento de US$ 10,8 bilhões, ou 18,5%. Os 81,5% restantes da inflação se deveram ao aumento das reservas totais.

[14] Sobre os depósitos a prazo na década de 1920, ver Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare* (Nova York: D. Van Nostrand, 1949), pp. 128–31; ver também C. A. Phillips, T. F. McMAnus, e R. W. Nelson, *Banking and the Business Cycle* (Nova York: MacMillan, 1937), pp. 98–101.

TABELA 6
RESERVAS E DEPÓSITOS DOS BANCOS MEMBROS*

Data	Reservas dos Bancos Membros	Depósitos dos Bancos Membros	Proporção de Reservas
30 de junho de 1921	1,60	18.6	11,6 : 1
30 de junho de 1925	2,17	25,5	11,7 : 1
29 de junho de 1929	2,36	29.4	12,5 : 1

*A Coluna 1 traz o total legal de reservas dos bancos membros no Fed, excluindo o dinheiro no cofre (que permaneceu constante em torno de US$ 500 milhões ao longo do período). A Coluna 2 traz os depósitos dos bancos membros, à vista e a prazo. A Coluna 3 traz a proporção entre depósitos e reservas.

Assim, o principal fator gerador de inflação da década de 1920 foi o aumento no total de reservas bancárias: isso gerou a expansão dos bancos membros e dos bancos não-membros. É principalmente o aumento de 47,5% no total de reservas (de US$ 1,6 bilhão para US$ 2,36 bilhões) que explica o aumento de 62% na oferta monetária total (de US$ 45,3 bilhões para US$ 73,3 bilhões). Um mero aumento de US$ 760 milhões nas reservas teve essa força toda por causa da natureza do nosso sistema bancário controlado pelo governo. Ele conseguiu gerar um aumento de quase US$ 28 bilhões na oferta monetária.

O que então causou o aumento no total de reservas? A resposta a essa pergunta tem de ser o principal objeto de nossa busca pelos fatores responsáveis pelo *boom* inflacionário. Podemos listar os já conhecidos "fatores de aumento e de diminuição" do total de reservas, mas considerando especialmente se eles podem ou não ser *controlados* ou se obrigatoriamente *não são* controlados pelas autoridades do Federal Reserve ou do Tesouro. As forças não-controladas emanam do público em geral, e as controladas, do governo.

Dez fatores aumentam ou diminuem as reservas bancárias.

1. *O estoque de ouro monetário*. Esse, na verdade, é o único *fator não-controlado de aumento* – um aumento nesse fator aumenta o total de reservas na mesma medida. Quando alguém deposita ouro num banco comercial (como era possível fazer livremente na década de 1920), o banco o deposita no Federal Reserve Bank e o acrescenta aquela quantidade às suas

reservas ali. Enquanto alguns fluxos para dentro e para fora eram domésticos, a vasta maioria consistia de transações com o estrangeiro. Uma diminuição no estoque de ouro monetário causa uma diminuição equivalente de reservas bancárias. Seu comportamento não é controlado – é decidido pelo público – ainda que, a longo prazo, as políticas do Federal Reserve influenciem seu movimento.

2. *Ativos Comprados pelo Federal Reserve.* Esse é o grande *fator controlado de aumento*, e está inteiramente sob o controle das autoridades do Federal Reserve. Sempre que o Federal Reserve compra um ativo, qualquer que seja, ele pode comprá-lo ou dos bancos ou do público. Se ele comprar o ativo de um banco (membro), ele compra o ativo e, em troca, concede ao banco um aumento em suas reservas. Claramente as reservas aumentaram na mesma proporção que os ativos do Federal Reserve. Se, por outro lado, o Federal Reserve compra o ativo do público, ele dá um cheque contra si mesmo para o vendedor individual. O indivíduo pega o cheque e deposita-o em seu banco, dando assim ao banco um aumento em reservas equivalente ao aumento em ativos do Federal Reserve. (Se o vendedor decidir ficar com dinheiro em vez de depósitos, então esse fator é contrabalançado na mesma proporção por um aumento na moeda em circulação fora dos bancos – *um fator de diminuição*.)

O ouro não faz parte desses ativos; ele ficou listado na primeira categoria (Estoque de Ouro Monetário), e geralmente é depositado nos bancos do Federal Reserve, e não comprado por eles. Os principais ativos adquiridos são "Notas Compradas" e "Títulos do Governo dos Estados Unidos". Os Títulos do Governo dos Estados Unidos são talvez o campo mais conhecido das "operações de mercado aberto": as aquisições do Federal Reserve aumentam as reservas bancárias e as vendas as diminuem. As Notas Compradas consistiam em *papéis de aceitação* que o Federal Reserve comprava diretamente, numa política de subsídios que praticamente criou esse tipo de papel *de novo* nos Estados Unidos. Alguns autores tratam as Notas Compradas como um fator não-controlado, porque o Federal Reserve anunciava a taxa pela qual compraria todas as aceitações que lhe fossem apresentadas. Contudo, lei nenhuma o obrigava a adotar essa política de compras ilimitadas; portanto, ela deve ser considerada uma pura criação da política do Federal Reserve, sob seu controle.

3. *Notas Descontadas pelo Federal Reserve.* Essas notas não são compradas, antes representando empréstimos aos bancos membros. São notas redescontadas, e representam adiantamentos aos bancos contra suas promissórias. Sendo claramente um fator de aumento, elas não são tão bem vindas pelos bancos quanto outras maneiras de aumentar as reservas, porque elas precisam ser pagas de volta ao Federal Reserve; contudo, enquanto elas permanecem sem ser pagas, elas proporcionam reservas com a mesma eficácia de qualquer outro tipo de ativo. As Notas Descontadas, de fato, podem ser emprestadas de maneira precisa e rápida àqueles bancos que estão em dificuldades, e são portanto um meio forte e eficaz de resgatar bancos em apuros. Os autores de modo geral classificam as Notas Descontadas como fatores não-controlados, porque o Federal Reserve está sempre pronto a emprestar aos bancos tomando seus ativos elegíveis como garantia adicional, e emprestará quantidades quase ilimitadas a uma certa taxa. É verdade, é claro, que o Federal Reserve fixa a *taxa de redesconto*, e que ela é fixada num patamar mais baixo quando se está estimulando os empréstimos pelos bancos, mas muitas vezes se considera que essa é a única maneira de que o Federal Reserve dispõe para controlar esse fator. Mas o Federal Reserve Act não obriga, mas apenas autoriza, o Federal Reserve a emprestar aos bancos membros. Se as autoridades quiserem exercer um papel inflacionário enquanto "emprestadores de último recurso" aos bancos em dificuldades, elas simplesmente decidem fazê-lo por si mesmas. Se elas quisessem, poderiam simplesmente recusar-se a emprestar aos bancos em qualquer momento. Qualquer expansão das Notas Descontadas deve, então, ser atribuída ao arbítrio das autoridades do Federal Reserve.

Por outro lado, os próprios bancos membros em ampla medida controlam a velocidade do *pagamento* dos empréstimos do Federal Reserve. Quando os bancos prosperam mais, geralmente reduzem seu endividamento com o Federal Reserve. As autoridades poderiam compeli-los a um pagamento mais rápido, mas decidiram emprestar livremente aos bancos e influenciar os bancos mudando suas taxas de redesconto.

A fim de separar os fatores controlados dos não-controlados da melhor maneira possível, vamos portanto tomar a medida um tanto drástica de considerar qualquer *expansão* de Notas Descontadas como um fator *controlado* pelo governo, e qual-

quer *redução* como um fator *descontrolado*, e determinado pelos bancos. Claro que os pagamentos serão em parte governados pela quantidade de dívida anterior, mas essa parece a divisão mais razoável. Temos portanto de tomar essa medida, mesmo que ela complique o registro histórico. Assim, se as Notas Descontadas aumentarem US$ 200 milhões ao longo de um período de três anos, podemos chamar isso um aumento controlado de US$ 200 milhões, se consideramos apenas esse registro geral. Por outro lado, se dividirmos o registro ano a ano, então, o aumento controlado de reservas para os três anos foi de US$ 600 milhões e a redução não-controlada foi de US$ 400 milhões. Quanto mais dividirmos o registro, portanto, maiores ficam tanto os aumentos controlados por parte do governo, quanto as reduções não-controladas iniciadas pelos bancos. Talvez a melhor maneira de resolver esse problema seja dividir o registro em seus períodos mais importantes. Seria muito mais simples considerar todas as Notas Descontadas fatores não-controlados e pronto, mas isso distorceria de modo intolerável o registro histórico; desse jeito, no começo da década de 1920, o Federal Reserve mereceria um elogio imerecido por ter reduzido as dívidas dos bancos membros, quando essa redução foi em grande parte obra dos próprios bancos.

Podemos então dividir as Notas Descontadas em: Novas Notas Descontadas (fator controlado de aumento) e Notas Pagas (fator descontrolado de diminuição).

4. *Outros Créditos do Federal Reserve*. Isso em grande parte é "troco", ou cheques em bancos que ainda não foram coletados pelo Federal Reserve. Essa é uma forma de emprestar sem juros aos bancos e é portanto um fator de aumento integralmente controlado pelo Federal Reserve. Na década de 1920, seu peso era desprezível.

5. *Moeda em Circulação fora dos Bancos*. Esse é o principal fator de redução – um aumento desse item reduz o total de reservas na mesma medida. Esse é o total de papel moeda em poder do público e é integralmente determinado pelo lugar onde as pessoas preferem colocar seu dinheiro, em vez de depositá-lo no banco. Trata-se portanto de um fator não-controlado, decidido pelo público.

6. *Notas do Tesouro Nacional em Circulação*. Qualquer aumento

nas Notas do Tesouro Nacional em Circulação é depositado no Federal Reserve na conta corrente do Tesouro. À medida que ela é gasta nas despesas do governo, a moeda tende a retornar para as reservas dos bancos comerciais. A moeda do Tesouro é portanto um fator de aumento, e ela é controlada pelo Tesouro (ou por regulamentações federais). Seu elemento mais importante são certificados de prata com cobertura de 100% de barras e de dólares de prata.

7. *Dinheiro em Posse do Tesouro Nacional*. Qualquer aumento no dinheiro em posse do Tesouro representa uma transferência das reservas bancárias, enquanto uma redução no dinheiro do Tesouro é gasto na economia e tende a aumentar as reservas. Trata-se portanto de um fator de diminuição que é controlado pelo Tesouro.

8. *Depósitos do Tesouro no Federal Reserve*. Esse fator é muito similar ao dinheiro em posse do Tesouro Nacional; qualquer aumento nos depósitos no Federal Reserve representa uma transferência das reservas bancárias, enquanto uma diminuição significa que mais moeda é acrescentada à economia, inchando as reservas bancárias. Esse, portanto, é um fator de diminuição controlado pelo Tesouro.

9. *Depósitos de Bancos Não-Membros no Federal Reserve*. Esse fator opera de modo muito similar ao dos depósitos do Tesouro no Federal Reserve. Um aumento nos depósitos de bancos não-membros reduz as reservas dos bancos membros, porque representam transferências dos bancos membros para essas outras contas. Uma redução aumentará as reservas dos bancos membros. Esses depósitos são feitos principalmente pelos bancos não-membros, e pelos governos e bancos estrangeiros. São um fator de diminuição, mas não-controlado pelo governo.

10. *Fundos de Capital Não-Despendidos do Federal Reserve*. Trata-se de fundos de capital do Federal Reserve que ainda não foram despendidos em ativos (em sua maioria, instalações bancárias e despesas operacionais). Esse capital vem dos bancos comerciais e, portanto, se não for despendido, constitui uma retirada de reservas. Esse item é quase sempre desprezível; ele está claramente sob o controle das autoridades do Federal Reserve.

Em suma, temos os seguintes fatores de mudanças nas reservas dos bancos membros[15]:

Fatores de Aumento

Estoque de Ouro Monetário.. não-controlado
Ativos Adquiridos do Federal Reserve .... controlado
    Notas Compradas
    Títulos do Governo dos Estados Unidos
Novas Notas Descontadas .... controlado
Outros Créditos do Federal Reserve........................... controlado
Notas do Tesouro Nacional em Circulação............... controlado

Fatores de Diminuição

Moeda em Poder do Público .... não-controlado
Dinheiro em Poder do Tesouro.................................. controlado
Depósitos do Tesouro no Federal Reserve................ controlado
Fundos de Capital Não-Despendidos
do Federal Reserve .... controlado
Depósitos de Bancos Não-Membros no
    Federal Reserve .... não-controlado
Notas Pagas.. não-controlado

Uma visão geral do período inteiro de 1921 a 1929 não dá um imagem precisa das forças amplas por trás dos movimentos no total de reservas. Por algum tempo o total de reservas continuou a aumentar. Houve flutuações contínuas dentro das várias categorias, com algumas aumentando e outras diminuindo em qualquer período, e diferentes fatores predominando em diferentes momentos. As Tabelas 7 e 8 representam as forças que causaram mudanças nas reservas totais durante a década de 1920. A Tabela 7 divide o período de 1921 a 1929 em 12 sub-períodos, mostra as mudanças em cada fator causal e as consequentes mudanças nas reservas dos bancos membros para cada sub-período. A Tabela 8 transforma os dados da Tabela 7 em números por mês, assim permitindo a comparação das *taxas* relativas de mudança para os diversos períodos.

As reservas dos bancos membros chegaram a um total de US$ 1,604 bilhão em 30 de junho de 1921, e chegaram a US$ 2,356 bilhões oito anos depois. Ao longo dos 12 sub-períodos, as reservas não-controladas *diminuíram* em US$ 1,04 bilhão, enquanto as reservas controladas *aumentaram* em US$

[15] A conhecida categoria de "Crédito do Federal Reserve" consiste em Ativos Comprados do Federal Reserve e em Notas Descontadas.

1,79 bilhão. Por si, então, os fatores não-controlados foram deflacionários; a inflação foi claramente precipitada de modo deliberado pelo Federal Reserve. Finalmente é derrubada a alegação de que o que houve na década de 1920 foi tão-somente uma "inflação do ouro" não enfrentada ativamente pelo Federal Reserve. O ouro nunca foi o grande problema, e em nenhum dos sub-períodos ele foi o fator crucial para o aumento das reservas.

Nos 12 sub-períodos, os fatores não-controlados diminuíram por sete vezes e aumentaram por cinco vezes. Os fatores controlados, por sua vez, subiram em oito períodos e caíram em quatro. Dos fatores controlados, as Notas Compradas desempenharam um papel fundamental na alteração de reservas em nove períodos; os Títulos do Governo, em sete; as Notas Descontadas, em cinco; e a Moeda do Tesouro, em três (os três primeiros). Se somarmos o impacto total de cada fator controlado sobre as reservas ao longo dos doze períodos, independentemente do sinal aritmético, vemos que os Títulos do Governo saem à frente (com US$ 2,24 bilhões), as Notas Compradas um pouco atrás (US$ 2,16 bilhões) e Novos Descontos logo atrás (US$ 1,54 bilhão).

No começo do período de oito anos, as Notas Descontadas somaram US$ 1,75 bilhão, as Notas Compradas ficaram em US$ 40 milhões, os Títulos do Governo dos Estados Unidos guardados ficaram em US$ 259 milhões, as Notas do Tesouro Nacional em Circulação somaram US$ 1,75 bilhão, o Estoque de Ouro Monetário ficou em US$ 3 bilhões, e a Moeda em Poder do Público ficou em US$ 4,62 bilhões.

As Tabelas 7 e 8 organizam-se da seguinte maneira. Notas Descontadas, Notas Compradas, Títulos do Governo guardados pelo Federal Reserve, e Outros Créditos constituem o Crédito do Federal Reserve. As mudanças no Crédito do Federal Reserve (excetuando as *reduções* líquidas nas Notas Descontadas), mais as mudanças na Moeda do Tesouro, no Dinheiro do Tesouro e nos Depósitos do Tesouro no Federal Reserve, e os Fundos de Capital Não-Despendidos do Federal Reserve constituem as mudanças *controladas* nas reservas dos bancos membros. As mudanças no Estoque de Ouro Monetário, na Moeda em Poder do Público, e em Outros Depósitos no Federal Reserve constituem as mudanças *não-controladas*, e o efeito resultante constitui as mudanças nas reservas bancárias. Os sinais aritméticos das mudanças efetivas de *fatores de diminuição* são invertidas para que concordem com seus efeitos sobre as reservas; assim, uma redução de US$ 165 milhões na Moeda em Poder do Público entre 1921 e 1929 aparece na tabela como uma mudança de *mais* 165 em reservas.

Qualquer divisão em períodos históricos é arbitrária em algum grau. Contudo, as divisões nas Tabelas 7 e 8 foram escolhidas porque o autor acredita que elas são as que se encaixam melhor nos sub-períodos mais

TABELA 7
MUDANÇAS NAS RESERVAS E NOS FATORES CAUSAIS, AO LONGO DE 12 PERÍODOS, DE 1921 A 1929
(*EM MILHÕES DE DÓLARES*)

Fatores	I Jun 1921 – Jul 1922	II Jul 1922 – Dez 1922	III Dez 1922 – Out 1923	IV Out 1923 – Jun 1924	V Jun 1924 – Nov 1924	VI Nov 1924 – Nov 1925	VII Nov 1925 – Out 1926	VIII Out 1926 – Jul 1927	IX Jul 1927 – Dez 1927	X Dez 1927 – Jul 1928	XI Jul 1928 – Dez 1928	XII Dez 1928 – Jun 1929
Crédito do Federal Reserve	-996	305	-186	-388	355	235	-60	-268	562	-222	376	-409
Notas Descontadas	-1345	212	266	-550	-92	446	2	-248	140	449	25	-19
Notas Compradas	100	132	-67	-168	277	45	-36	-151	220	-230	327	-407
Títulos do Governo	278	-101	-344	339	153	-242	-41	91	225	-402	13	-12
Outros Créditos	-28	62	-40	-9	17	-14	14	39	-22	-39	10	30
Moeda do Tesouro	115	93	47	14	5	-43	9	13	3	-2	8	7
Dinheiro no Tesouro	-43	16	2	4	0	5	-2	13	-4	7	-1	-2
Depósitos do Tesouro	-16	48	-29	-3	6	-2	14	7	-6	1	1	-13
Fundos de Capital Não-Despendidos do Federal Reserve	56	6	-6	21	3	-15	-20	-3	-5	-28	-19	-26
Estoque de Ouro Monetário	554	100	238	321	39	-130	76	107	-201	-266	28	183
Moeda em Circulação	487	-393	-112	80	-203	8	23	175	-157	302	-272	227
Outros Depósitos	1	-2	6	0	-6	-4	1	4	2	-3	2	-1
Reserva Controlada	462	468	-171	198	461	180	-74	16	564	-251	364	-423
Reserva Não-Controlada	-303	-295	132	-149	-262	-126	100	38	-356	33	-242	390
Reservas dos Bancos Membros	157	173	-39	49	199	54	26	54	210	-220	122	-33

TABELA 8
MUDANÇAS NAS RESERVAS E NOS FATORES CAUSAIS, AO LONGO DE 12 PERÍODOS, DE 1921 A 1929
(*EM MILHÕES DE DÓLARES*)

Fatores	I Jun 1921 – Jul 1922	II Jul 1922 – Dez 1922	III Dez 1922 – Out 1923	IV Out 1923 – Jun 1924	V Jun 1924 – Nov 1924	VI Nov 1924 – Nov 1925	VII Nov 1925 – Out 1926	VIII Out 1926 – Jul 1927	IX Jul 1927 – Dez 1927	X Dez 1927 – Jul 1928	XI Jul 1928 – Dez 1928	XII Dez 1928 – Jun 1929
Crédito do Federal Reserve	-76,6	61,0	-18,6	-48,5	71,0	2,0	-5,5	-29,8	112,4	-31,7	75,2	-68,2
Notas Descontadas	-103,5	42,4	26,6	-68,8	-18,4	37,2	0,2	-27,6	28,0	64,1	5,0	-3,2
Notas Compradas	7,7	26,4	-6,7	-21,0	55,4	3,8	-3,3	-16,8	44,0	-32,9	65,4	-67,8
Títulos do Governo	21,4	-20,2	-34,4	42,4	30,6	-20,2	-3,7	10,1	45,0	-57,4	26	-2,0
Outros Créditos	-2,2	124	-4,0	-1,1	3,4	-1,2	1,3	4,3	-4,4	-5,6	2,0	5,0
Moeda do Tesouro	8,8	18,6	4,7	1,8	1,0	-3,6	0,8	1,4	0,6	-0,3	1,6	1,2
Dinheiro no Tesouro	-4,0	3,2	0,2	0,5	0	0,4	-0,2	1,4	-0,8	1,0	-0,2	-0,3
Depósitos do Tesouro	-1,2	9,6	-2,9	-0,4	1,2	-0,2	0	1,5	1,4	-0,9	0,2	-2,2
Fundos de Capital Não-Despendidos do Federal Reserve	4,3	1,2	-0,6	2,6	0,6	-1,2	-1,8	-0,3	-1,0	-4,0	-3,8	-4,3
Estoque de Ouro Monetário	42,6	20,0	23,8	40,1	7,8	-10,8	6,9	11,9	-40,2	-38,0	5,6	30,5
Moeda em Circulação	37,5	-78,6	-11,2	10,0	-40,6	0,7	2,1	19,4	-31,4	43,1	-54,2	37,8
Outros Depósitos	0	0,4	0,6	0	-1,2	-0,3	0,1	0,4	-0,4	-0,4	0,4	-0,2
Reserva Controlada	35,5	93,6	-17,1	24,8	92,2	15,0	-6,7	1,8	112,8	-37,3	72,8	-70,5
Reserva Não-Controlada	-23,3	-59,0	13,2	-18,6	-52,4	-10,5	9,1	4,2	-71,2	4,7	-48,4	65,0
Reservas dos Bancos Membros	12,1	34,6	-3,9	6,1	39,8	4,5	2,4	6,0	42,0	-32,6	24,4	-5,5

importantes da década de 1920, sub-períodos que diferem demais para poder ser adequadamente refletidos em qualquer estimativa geral. Estas são as características específicas de cada um desses sub-períodos:

I. Junho de 1921 a julho de 1922 (todas as datas vão até o fim do mês). As Notas Descontadas, que estavam caindo desde 1920, continuaram em forte queda, de US$ 1,751 bilhão em junho de 1921 para um mínimo de US$ 397 em agosto de 1922. O Crédito Total do Federal Reserve também atingiu o ponto mínimo em julho de 1922, assim como a Moeda em Poder do Público, que chegou a seu menor patamar em julho de 1922. Julho foi portanto escolhido como mês terminal.

II. Julho de 1922 a dezembro de 1922. O Crédito Total do Federal Reserve subiu fortemente, atingindo o ponto máximo em dezembro, assim como as reservas totais. As Notas Descontadas chegaram ao máximo em novembro.

III. Dezembro de 1922 a outubro de 1923. As Notas Descontadas continuaram a subir, chegando ao ponto máximo em outubro. Nesse ínterim, os Títulos do Governo dos Estados Unidos tiveram uma forte queda, chegando ao ponto mínimo de US$ 92 milhões em outubro, o menor patamar do período inteiro.

IV. Outubro de 1923 a junho de 1924. As Notas Compradas tiveram uma forte queda, chegando à mínima em julho. O Crédito Total do Federal Reserve chegou à mínima em junho.

V. Junho de 1924 a novembro de 1924. As Notas Descontadas, que estavam em queda desde outubro de 1923, continuaram a cair, chegando à mínima em novembro de 1924. Os Títulos do Governo dos Estados Unidos chegaram à máxima no mesmo mês. O Estoque de Ouro Monetário também atingiu a máxima em novembro de 1924. As Notas Compradas tiveram um pico em dezembro de 1924, assim como o Crédito Total do Federal Reserve e as reservas totais.

VI. Novembro de 1924 a novembro de 1925. As Notas Descontadas tiveram outro pico em novembro. Os Títulos do Governo atingiram uma mínima em outubro, e o Crédito do Federal Reserve atingiu uma máxima em dezembro.

VII. Novembro de 1925 a outubro de 1926. Os Títulos do Governo dos Estados Unidos atingiram uma mínima em Outubro, e as Notas Descontadas tiveram uma máxima no mesmo mês.

Claramente os dois itens se agitaram nesse período.

VIII. Outubro de 1926 a julho de 1927. As Notas Compradas tiveram uma mínima em julho, e as Notas Descontadas atingiram uma mínima em Agosto. O Crédito Total do Federal Reserve chegou à mínima em maio.

IX. Julho de 1927 a dezembro de 1927. Os Títulos do Governo dos Estados Unidos chegaram a um pico em dezembro, assim como as Notas Descontadas, o Crédito Total do Federal Reserve, e as reservas totais.

X. Dezembro de 1927 a julho de 1928. As Notas Compradas tiveram uma forte queda em julho, assim como os Títulos do Governo dos Estados Unidos, o Crédito Total do Federal Reserve, e as reservas totais. As Notas Descontadas chegaram a um pico em agosto.

XI. Julho de 1928 a dezembro de 1928. As Notas Compradas tiveram um pico em dezembro, assim como as reservas totais, enquanto as Notas Descontadas e o Crédito do Federal Reserve tiveram um pico em Novembro.

XII. Dezembro de 1928 a junho de 1929. Conclusão do período em estudo.

Usando esses sub-períodos e suas mudanças, podemos agora analisar precisamente o curso da inflação monetária na década de 1920.

No Período I, (junho de 1921 a julho de 1922), um olhar superficial levaria a crer que o principal fator inflacionário foi o forte influxo de ouro, e que o Federal Reserve simplesmente não contrabalançou suficientemente esse influxo. Uma análise mais profunda, porém, mostra que os bancos pagaram seus empréstimos tão rapidamente que os fatores não-controlados *caíram* US$ 303 milhões. Se o governo tivesse permanecido completamente passivo, portanto, as reservas dos bancos membros teriam caído em US$ 303 milhões. Em vez disso, o governo injetou ativamente US$ 462 milhões em novas reservas, levando a um aumento líquido de US$ 157 milhões. (As diferenças na subtração vêm do arredondamento.) Os principais canais desse aumento foram a compra de Títulos do Governo dos Estados Unidos (US$ 278 milhões), de Moeda do Tesouro (US$ 115 milhões), e Notas Compradas (US$ 100 milhões).

O Período II (julho de 1922 a dezembro de 1922) testemunhou uma rápida aceleração da inflação das reservas. Aumentando a uma taxa média

de US$ 12 milhões por mês no Período I, as reservas agora aumentavam a uma taxa de US$ 35 milhões por mês. Mais uma vez, os fatores não-controlados *caíram* em US$ 295 milhões, mas foram mais do que contrabalançados por aumentos em reservas controladas injetadas na economia. Essas consistiram em Notas Descontadas (US$ 212 milhões), Notas Compradas (US$ 132 milhões) e Moeda do Tesouro (US$ 93 milhões).

Os Períodos III e IV (dezembro de 1922 a junho de 1924) testemunharam como que uma parada da inflação. As Reservas na verdade caíram um pouco (cerca de US$ 4 milhões por mês) no Período III (dezembro de 1922 a outubro de 1923), e subiram só levemente (cerca de US$ 6 milhões por mês) no Período IV. Simultaneamente, os depósitos bancários ficaram mais ou menos no mesmo nível, enquanto os depósitos à vista nos bancos membros permaneceram em cerca de US$ 13,5 bilhões. Os depósitos totais e a oferta monetária total, porém, subiram mais nesse período, porque os bancos foram passando para os depósitos a prazo a fim de permitir aumentos. (Os depósitos à vista subiram US$ 450 milhões de junho de 1923 a junho de 1924, mas os depósitos a prazo subiram US$ 1,5 bilhão). A oferta monetária total subiu US$ 3 bilhões. A economia respondeu à desaceleração da inflação entrando numa recessão menor branda, de maio de 1923 a julho de 1924.

A leve queda nas reservas durante o Período III foi provocada pela venda de Títulos do Governo dos Estados Unidos (-US$ 344 milhões) e pela redução na quantidade de notas guardadas (-US$ 67 milhões). Esse, de fato, foi um declínio positivo, mais do que contrabalançando os fatores não-controlados, que haviam aumentado em US$ 132 milhões. A queda nas reservas teria sido ainda mais eficaz se o Federal Reserve não tivesse aumentado seus descontos (US$ 266 milhões) e a Moeda do Tesouro não tivesse aumentado (US$ 47 milhões).

O Período IV (outubro de 1923 a junho de 1924), porém, começou a repetir o padrão do Período I e a retomar a marcha da inflação. Dessa vez, os fatores não-controlados caíram US$ 149 milhões, mas foram mais do que contrabalançados por um aumento controlado de US$ 198 milhões, puxado pela forte compra de Títulos do Governo (US$ 339 milhões) – a maior média mensal de compras da década de 1920 (US$ 42,4 milhões).

O Período V foi o de mais rápida inflação de reservas até o momento, ultrapassando a máxima anterior, do fim de 1922. As reservas aumentaram US$ 39,8 milhões por mês. Outra vez, a inflação foi deliberada: os fatores não-controlados caíram em US$ 262 milhões, mas foram contrabalançados por um aumento deliberado de US$ 461 milhões. Os fatores inflacionários críticos foram as Notas Compradas (US$ 277 milhões) e os

Títulos do Governo (US$ 153 milhões).

O ritmo da inflação foi fortemente desacelerado nos três períodos seguintes, mas continuou mesmo assim. De 31 de dezembro de 1924 a 30 de junho de 1927, as reservas aumentaram em US$ 750 milhões; os depósitos à vista corrigidos, de todos os bancos, subiram US$ 1,1 bilhão. Mas os depósitos *a prazo* subiram US$ 4,3 bilhões durante o mesmo período, ressaltando a capacidade dos bancos de induzir os consumidores a passar de depósitos à vista para depósitos a prazo, enquanto as cotas de associações de poupança-e-empréstimo e as reservas de companhias de seguros de vida subiram outros US$ 4,3 bilhões. Em 1926, houve uma decidida desaceleração da taxa de inflação da oferta monetária, e isso levou a outra recessão econômica branda durante 1926 e 1927.

No Período VI (novembro de 1924 a novembro de 1925), uma tendência de queda das reservas não-controladas foi outra vez mais do que contrabalançada por um aumento nas reservas *controladas*; essas foram as Notas Descontadas (US$ 446 milhões) e as Notas Compradas (US$ 45 milhões).

O Período VII (novembro de 1925 a outubro de 1926) foi o primeiro momento após o Período III em que os fatores não-controlados agiram de modo a *aumentar* as reservas. Mas dessa vez o Federal Reserve, contrariando sua atuação anterior, não contrabalançou esses fatores de modo suficiente, ainda que o grau de inflação tenha sido bastante leve (apenas US$ 2,4 milhões por mês).

No Período VIII (outubro de 1926 a julho de 1927), o grau de inflação ainda era pequeno, mas, funestamente, o Federal Reserve atiçou as chamas da inflação em vez de apaziguá-las; os fatores controlados aumentaram, e também os não-controlados. Os culpados dessa vez foram os Títulos do Governo Americano (US$ 91 milhões) e os Outros Créditos (US$ 30 milhões).

O Período IX (julho de 1927 a dezembro de 1927) foi outro período de inflação forte e acelerada, ultrapassando os picos anteriores, do fim de 1922 e de 1924. O aumento mensal de reservas no fim de 1927 foi de US$ 42 milhões. Outra vez, os fatores não-controlados caíram, mas foram mais do que contrabalançados por um fortíssimo aumento das reservas controladas, emanado das Notas Compradas (US$ 220 milhões), dos Títulos do Governo (US$ 225 milhões) e das Notas Descontadas (US$ 140 milhões).

O Período X foi o período deflacionário mais agudo (em *reservas*) da década de 1920. Os fatores não-controlados subiram, mas foram mais do que contrabalançados por uma diminuição dos controlados. As Notas Descon-

tadas subiram (US$ 409 milhões), mas a deflação foi maior, puxada pelos Títulos do Governo (-US$ 402 milhões) e pelas Notas Compradas (-US$ 230 milhões). A queda de mais de US$ 200 milhões em reservas gerou uma queda de cerca de US$ 600 milhões em depósitos à vista nos bancos membros. Os depósitos a prazo subiram mais de US$ 1 bilhão, porém, e as reservas das companhias de seguros de vida, US$ 550 milhões, de modo que a oferta monetária total subiu substancialmente, US$ 1,5 bilhões, do fim de 1927 a meados de 1928.

Com o *boom* já bastante avançado, numa escala de anos, e ganhando ímpeto, era imperativo que o Fed acelerasse sua pressão deflacionária a fim de evitar uma grande depressão. A deflação de reservas na primeira metade de 1928, como vimos, não foi nem sequer suficiente para contrabalançar a mudança para os depósitos a prazo e os outros fatores que estavam aumentando a oferta monetária. Contudo, desastrosamente, o Fed retomou seu curso inflacionário em fins de 1928. No Período XI, uma tendência de decréscimo das reservas não-controladas foi contrabalançada por um aumento positivo e deliberado (US$ 364 milhões de reservas controladas contra -US$ 122 milhões de não-controladas). O culpado nesse programa foram as Notas Compradas, que aumentaram em US$ 327 milhões, enquanto todos os demais ativos de reservas estavam aumentando apenas levemente. De todos os períodos da década de 1920, o Período XI testemunhou o mais forte crescimento médio em Notas Compradas (US$ 65,4 milhões).

No Período XII, o último, a maré finalmente virou de maneira violenta e definitiva. Os fatores não-controlados *aumentaram* em US$ 390 milhões, mas foram contrabalançados por nada menos do que uma redução de US$ 423 milhões nas reservas controladas, que consistiu quase integralmente numa redução de US$ 407 milhões em Notas Compradas. O total de reservas caiu US$ 33 milhões. Os depósitos à vista nos bancos membros, que também atingiram um pico em dezembro de 1928, caíram cerca de 180 milhões. O total de depósitos à vista caiu cerca de US$ 540 milhões.

Até agora, não vimos qualquer razão por que essa deflação deveria ter tido qualquer efeito maior do que a deflação do Período X. De fato, as reservas totais caíram apenas US$ 33 milhões, contra US$ 228 milhões no período anterior. Os depósitos dos bancos membros caíram menos (US$ 180 milhões contra US$ 450 milhões), e o total de depósitos a prazo caiu mais ou menos na mesma quantidade (US$ 540 milhões contra US$ 470 milhões). A diferença crucial, porém, é esta: no Período X, os depósitos a prazo subiram US$ 1,1 bilhão, assegurando um aumento da moeda corrente e dos depósitos da ordem de US$ 600 milhões. Mas no Período XII, os depósitos a prazo, longe de subir, na verdade caíram quase US$ 70 mi-

lhões. O total de depósitos, portanto, caiu US$ 510 milhões, enquanto a oferta monetária total subiu muito pouco, impelida pelo crescimento contínuo das reservas das companhias de seguros. Os depósitos a prazo não trouxeram socorro, como haviam feito em 1923 e em 1928, e a oferta monetária total subiu apenas de US$ 73 bilhões em fins de 1928 para US$ 73,26 bilhões em meados de 1929. Pela primeira vez desde 1921, a oferta monetária parou de aumentar, e permaneceu praticamente constante. O grande *boom* da década de 1920 havia acabado, e a Grande Depressão havia começado. O país, porém, não chegou realmente a perceber a mudança, até que a bolsa de valores finalmente quebrou em outubro.

Moeda do tesouro

Um aumento na Moeda do Tesouro desempenhou um papel considerável na inflação nos primeiros anos, entre 1921 e 1923. Que a Moeda do Tesouro mude consideravelmente é algo excepcional, como vemos por seu comportamento ao longo do resto do período que vai de 1921 a 1929. O surpreendente aumento de 1921 a 1923 consistiu quase exclusivamente de *certificados de prata*, que representavam as barras de prata guardadas no Tesouro, a 100% de seu valor. (Do aumento de US$ 225 milhões de dólares na Moeda do Tesouro durante os Períodos I a III, US$ 211 milhões foram em certificados de prata. Em 1918, o Pittman Act permitira que o governo dos Estados Unidos vendesse prata à Inglaterra como medida de tempo de guerra, e o estoque de prata do Tesouro, assim como os certificados de prata cobertos 100% por eles, foram por conseguinte reduzidos. Em maio de 1920, porém, cumprindo a obrigação estabelecida pelo Pittman Act de comprar barras de prata ao preço inflado de um dólar por uma onça [28,35 gramas] até que seu estoque fosse refeito, o Tesouro começou a comprar barras de prata, e esse subsídio aos mineiros de prata domésticos inchou as reservas bancárias. Essa política de compra de prata terminou efetivamente em meados de 1923. O Tesouro foi forçado a embarcar no programa de compra de prata pelo Pittman Act de 1918, responsabilidade do governo Wilson. O governo Harding, porém, poderia ter anulado o Pittman Act se tivesse desejado, e portanto deve carregar sua parte na culpa pela política de compra de prata.[16]

Notas descontadas

[16] Para o Pittman Act, ver Edwin W. Kemmerer, *The ABC of the Federal Reserve System* (9ª ed., Princeton, NJ: Princeton University Press, 1932), pp. 258–62.

Vimos o importante papel desempenhado pelas Notas Descontadas no atiçamento da inflação. Em 1923, 1925 e 1928, as Notas Descontadas socorreram os bancos em períodos em que o Fed estava tentando exercer pressão anti-inflacionária vendendo títulos do governo, e, pelo menos em 1923 e em 1928, reduzindo as aceitações guardadas. Nos dois casos, as Notas Descontadas foram responsáveis por perpetuar o crescimento inflacionário. O principal problema estava na presunção de que o Federal Reserve deveria desempenhar o papel de "emprestador de último recurso", esperando mais ou menos passivamente para conceder descontos a quaisquer bancos que pedissem. Mas isso foi uma política adotada pelo Fed, e ela poderia ter sido alterada em qualquer momento. O Fed se permitiu afetar descontos simplesmente estabelecendo e mudando sua taxa de redesconto.

A maior parte dos descontos consistiu em papéis redescontados das empresas (incluindo comerciais, agrícolas e industriais), e adiantamentos a bancos contra suas notas promissórias, tendo títulos do governo dos EUA como garantia adicional. Quando nosso período começou, a maturidade legal máxima dos descontos era de 90 dias, à exceção dos papéis da agricultura, que poderiam ser descontados por seis meses. Em março de 1923, o Congresso estendeu o privilégio especial dos papéis da agricultura para nove meses, e o Fed também recebeu autoridade para redescontar os papéis da agricultura em posse dos Federal Intermediate Credit Banks [Bancos Federais de Crédito Intermediário]. Mais importante, o Conselho do Federal Reserve mudou sua ideia original de fazer cuidadosas análises de crédito dos mutuários originais, e, em vez disso, confiou na aparente solvência dos bancos que descontavam, ou então socorreu diretamente os bancos em dificuldades.[17] Esse relaxamento permitiu um maior nível quantitativo de redescontos.

Se o Federal Reserve induziu mudanças nos descontos por meio da taxa de redesconto, ele certamente deveria tê-la mantido numa "taxa de penalidade", isso é, alta o bastante para que os bancos perdessem dinheiro se tomassem emprestado dele. Se um banco ganha 5% em seu empréstimo ou investimento, por exemplo, e o Federal Reserve coloca sua taxa de redesconto acima disso – a 8%, digamos – então um banco só vai tomar emprestado na pior das emergências, quando precisar desesperadamente de reservas. Por outro lado, se a taxa de redesconto fica abaixo do mercado, o banco pode fazer uma linda carreira só tomando emprestado, diga-se,

[17] H. Parker Willis, "Conclusions", em H. Parker Willis, et al., "Report of an Inquiry into Contemporary Banking in the United States" (manuscrito datilografado, Nova York, 1925), vol. 7, pp. 16–18.

a 4%, e emprestando a 5%. A fim de desincentivar o desconto bancário, então, uma taxa de penalidade permanente acima do mercado é essencial. No começo da década de 1920, era dominante a opinião de que o Conselho do Federal Reserve deveria manter taxas de penalidade que seguissem a tradição do banco central britânico, mas infelizmente os proponentes só queriam taxas acima dos empréstimos menos rentáveis – papéis de primeira linha. Essa taxa de penalidade não teria tido nenhuma eficácia, já que os bancos ainda poderiam lucrar descontando e emprestando a seus mutuários de maior risco. Uma taxa de penalidade verdadeiramente eficaz manteria a taxa de redesconto acima das taxas de todos os empréstimos bancários.

Houve nos primeiros anos um choque de opiniões dentro do governo a respeito de propostas para uma taxa de penalidade branca, acima dos papéis de primeira linha. Os três principais centros de poder monetário eram o Tesouro, o Conselho do Federal Reserve, e o Federal Reserve Bank de Nova York, sendo que as duas últimas instituições entravam em choque por questões de poder e de política ao longo de nosso período. Inicialmente, os líderes do Federal Reserve preferiam as taxas de penalidade, e o Tesouro era contrário; assim, o relatório anual de 1920 do Conselho do Federal Reserve prometia o estabelecimento de taxas altas.[18] Em meados de 1921, porém, o Federal Reserve começou a enfraquecer, e o governador W. P. G. Harding, presidente do Conselho do Federal Reserve, mudou de opinião em grande parte por razões políticas. Benjamin Strong, o poderosíssimo governador do Federal Reserve Bank de Nova York, também mudou de ideia mais ou menos na mesma época, e o resultado foi a ruína das taxas de penalidade, que a partir daquele momento saíram de pauta.

Outro problema da política de descontos foi se o Federal Reserve deveria emprestar *continuamente* aos bancos ou só em emergências.[19] Se os anti-inflacionistas hão de rejeitar as duas políticas, certamente uma política de empréstimos contínuos é mais inflacionária, porque atiça continuamente a fogueira da expansão monetária. A teoria original do Federal Reserve era promover o crédito contínuo, mas durante algum tempo no começo da década de 1920 o Federal Reserve passou a preferir só o crédito emergencial. De fato, numa reunião em outubro de 1922, as autoridades do Conselho do Federal Reserve aprovaram a proposta de Pierre Jay, autoridade do Federal Reserve Bank de Nova York, de que o Federal Reserve somente ofertaria crédito e moeda de modo temporário e emergencial, e

[18] Ver Seymour E. Harris, *Twenty Years of Federal Reserve Policy* (Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1933), vol. 1, pp 3–10, 39–48.

[19] Ibid, pp. 108ss.

que até isso deveria ser restringido pela necessidade de evitar a inflação do crédito. No começo de 1924, porém, o Federal Reserve abandonou essa doutrina, e seu Relatório Anual de 1923 defendia a seguinte política, desastrosa:

> Os bancos do Federal Reserve são a... fonte que os bancos membros buscam quando as demandas da comunidade empresarial superam seus próprios recursos desprovidos de auxílio. O Federal Reserve oferta o crédito adicional necessário em épocas de expansão do crédito, e compensa a falta de atividade em épocas de recessão econômica.[20]

Se o Federal Reserve vai ampliar o crédito durante um *boom e também* durante uma recessão, segue-se claramente que a política do Federal Reserve era francamente promover uma inflação contínua e permanente.

Finalmente, no começo de 1926, o próprio Pierre Jay repudiou sua doutrina, e a teoria da "emergência" agora estava mais morta do que os dinossauros.

Ao longo da década de 1920, o Conselho do Federal Reserve não apenas manteve as taxas de redesconto abaixo do mercado e emprestou continuamente, como também ficou atrasando aumentos fortemente necessários na taxa de redesconto. Assim, em 1923 e em 1925 o Fed sabotou suas próprias tentativas de restringir o crédito ao não elevar a taxa de redesconto até que fosse tarde demais, e também deixou de elevar a taxa suficientemente em 1928 e em 1929.[21] Uma das razões foi o constante desejo do Federal Reserve de oferecer crédito "adequado" à economia, e seu medo de penalizar as "empresas legítimas" aumentando as taxas de juros. Assim que o Fed foi estabelecido, na verdade, William G. McAdoo, secretário do Tesouro, trombeteou a política que o Federal Reserve manteria ao longo da década de 1920 e durante a Grande Depressão:

> O propósito primário do Federal Reserve Act foi alterar e fortalecer nossos sistema bancário, de modo que os maiores recursos de crédito demandados pelas necessidades das empresas e da agricultura passem a existir quase automaticamente e a taxas de juros baixas o suficiente para estimular, proteger e fazer prosperar toda espécie de empresas legítimas.[22]

---

[20] Federal Reserve, *Annual Report, 1923*, p. 10; citado em ibid., p. 109.

[21] Ver Philips, et al., *Banking and the Business Cycle*, pp. 93–94.

[22] Harris, *Twenty Years*, p. 91.

Assim embarcaram os Estados Unidos no século XX em sua desastrosa política inflacionária e em sua depressão subsequente – por meio de um estímulo à falsificação legalizada para privilégios especiais conferidos pelo governo às empresas e aos grupos agrícolas de sua preferência.

Já em 1915 e em 1916, diversos governadores do Conselho instaram os bancos a descontar do Federal Reserve e a ampliar o crédito, e o Controlador John Skelton Williams instou os fazendeiros a fazer empréstimos e a segurar suas colheitas para conseguir um preço mais alto. Essa política continuou em plena força após a guerra. A inflação da década de 1920 começou, de fato, com o anúncio por parte do Conselho do Federal Reserve, em 1921, de que seria ofertado ainda mais crédito para a colheita e para a venda em quaisquer quantidades legitimamente exigidas. E, no começo de 1921, Andrew Mellon, secretário do Tesouro, estava instando o Fed em privado a estimular a economia e a reduzir as taxas de desconto; os registros mostram que seus conselhos foram plenamente seguidos. O governador James, do Conselho do Federal Reserve, declarou em 1926 a seus colegas que "o propósito mesmo" do Federal Reserve System "era estar a serviço da agricultura, da indústria e do comércio da nação", e aparentemente ninguém estava disposto a contradizê-lo. Também em 1926, o Doutor Oliver M. W. Sprague, economista e influente conselheiro do Federal Reserve System, profetizou que não haveria progressos imediatos na taxa de redesconto, porque a economia estava presumindo naturalmente desde 1921 que sempre haveria bastante crédito do Federal Reserve à disposição. É claro que não se poderia decepcionar a economia.[23] Em 1928 e em 1929, a causa da política fraquíssima de descontos do Federal Reserve foi seu medo de que uma taxa de juros mais elevada não fosse mais capaz de "acomodar" suficientemente a economia.

A política inflacionária de baixos descontos foi um traço dominante e importante dos governos Harding e Coolidge. Antes mesmo de iniciar seu mandato, o presidente Harding insistiu para que as taxas de juros fossem reduzidas, e repetidas vezes anunciou sua intenção de reduzir as taxas de desconto após eleger-se presidente. E o presidente Coolidge, num famoso discurso pré-eleição em 22 de outubro de 1924, afirmou que "a política desse governo foi reduzir as taxas de desconto" e prometeu mantê-las baixas. Os dois presidentes nomearam membros do Conselho do Federal Reserve que defendiam essa política.[24] Eugene Meyer, presidente da

---

[23] Oliver M. W. Sprague, "Immediate Advances in the Discount Rate Unlikely", *The Annalist* (1926): 493.

[24] Ver H. Parker Willis, "Politics and the Federal Reserve System", *Banker's Magazine* (janeiro de 1925): 13–20; idem, "Will the Racing Stock Market Become a Juggernaut?", *The Annalist* (24 de no-

War Finance Corporation, avisou aos bancos que, ao anunciar que eles não descontavam com essa agência de empréstimos agrícolas, eles eram "prejudiciais ao interesse público".[25] Enquanto uns, como o presidente da Associação Comercial de Nova York, preveniam Coolidge contra o crédito do Federal Reserve, outros pressionavam por mais inflação: um deputado de Nebraska propôs empréstimos em Notas do Tesouro a uma taxa de 1,5% para os fazendeiros, o senador Magnus Johnson insistiu numa taxa máxima de redesconto de 2%, e o National Farmer-Labor Party [Partido Nacional do Trabalho e da Agricultura] pediu a nacionalização de todos os bancos. Movidos por seu desejo geral de oferecer crédito barato e abundante à indústria, e também por sua política (como logo veremos) de ajudar a Inglaterra a evitar as consequências de suas próprias políticas monetárias, o Federal Reserve constantemente se esforçou para evitar subir as taxas de desconto. No fim de 1928 e em 1929, quando essa necessidade era bastante evidente, o Conselho do Federal Reserve refugiou-se na perigosa doutrina qualitativa de "persuasão moral". A persuasão moral era uma tentativa de manter o crédito abundante para as indústrias "legítimas", ao mesmo tempo em que o negava aos especuladores "ilegítimos" do mercado de ações. Como vimos, essas tentativas de segregar os mercados de crédito foram inevitavelmente autodestrutivas, e, por colocar etiquetas éticas diferentes em formas igualmente legítimas de atividade econômica, também foram maliciosas.

A persuasão moral surgiu na famosa carta enviada em fevereiro de 1929 pelo Conselho do Federal Reserve aos diversos bancos do Federal Reserve, alertando-os de que os bancos iam além dos seus direitos ao fazer empréstimos especulativos, e aconselhavam que se restringisse a especulação de crédito por parte do Federal Reserve, mantendo, porém, o crédito ao comércio e às empresas. Esse passo foi uma resposta evasiva à insistência do Federal Reserve Bank de Nova York para elevar a taxa de redesconto de 5% para 6%, medida já bastante frágil que foi retardada até o fim de 1929. Se antes de 1927 o Federal Reserve Bank de Nova York era o órgão mais inflacionário (como veremos em breve), depois disso ele seguiu uma

---

vembro de 1924): 541–42; e *The Annalist* (10 de novembro de 1924): 477.

[25] A War Finance Corporation [Corporação de Financiamento da Guerra] havia sido dominante até 1921, quando o congresso expandiu sua capacidade autorizada de empréstimos e reorganizou-a para que ela desse empréstimos a associações agrícolas. Além disso o sistema do Federal Land Bank, criado em 1916 para fazer empréstimos hipotecários a associações agrícolas, voltou a conceder empréstimos, e mais fundos do Tesouro foram autorizados para bens de capital. E, por fim, o *farm bloc* [o lobby agrícola, com democratas e republicanos] conseguiu aprovar o Agricultural Credits Act [Lei dos Créditos Agrícolas] de 1923, que estabeleceu doze Federal Intermediate Credit Banks [Bancos Federais Intermediários do Crédito] a fim de conceder empréstimos a associações agrícolas. Ver Theodore Saloutos e John D. Hicks, *Agricultural Discontent in the Middle West, 1900–1939* (Madison: University of Wisconsin Press, 1951), pp. 324–40.

política muito mais sensata: restrição geral de crédito, com, por exemplo, elevação da taxa de redesconto, enquanto o Conselho do Federal Reserve caía em falácias de crédito qualitativo num momento particularmente perigoso – 1929. O Conselho do Federal Reserve chegou mesmo ao ponto de mandar o Federal Reserve Bank de Nova York emprestar livre e abundantemente para fins comerciais.[26] O falecido Benjamin Strong sempre afirmara que era impossível demarcar os empréstimos bancários, e que o problema era quantitativo e não qualitativo. O Federal Reserve Bank de Nova York continuou a enfatizar essa perspectiva, e recusou-se a seguir a diretiva do Conselho do Federal Reserve, repetindo que ele não deveria se preocupar com empréstimos bancários, e sim com reservas e depósitos bancários.[27] A recusa do Federal Reserve Bank de Nova York em seguir a diretiva de persuasão moral do Conselho do Federal Reserve acabou provocando uma carta do Conselho em 1 de maio, listando certos bancos membros de Nova York que estavam fazendo contínuos empréstimos do Federal Reserve, e que também tinham "excessivos" empréstimos para o mercado de ações, e pedindo que o Federal Reserve Bank de Nova York cuidasse disso seguindo essa diretriz. A 11 de maio, o Federal Reserve Bank de Nova York recusou-se terminantemente, reiterando que os bancos têm o direito de fazer empréstimos para o mercado de ações, e que não havia modo de determinar quais empréstimos eram especulativos. A 1 de junho, o Conselho sucumbiu, abandonando sua política de persuasão moral. Ele não elevou a taxa de redesconto até agosto, porém.[28]

Excetuando as ações do Federal Reserve Bank de Nova York, a política de persuasão moral fracassou, até segundo seus próprios termos, porque os mutuantes não-bancários usaram os fundos que tiraram dos bancos para tomar o lugar dos mutuantes bancários no mercado de ações. Esse resul-

---

[26] Ver Harris, *Twenty Years*, p. 209.

[27] Charles E. Mitchell, à época presidente do National City Bank de Nova York, é atacado há anos por ter supostamente desafiado o Conselho do Federal Reserve e frustrado a política de persuasão moral ao ter ousado emprestar ao mercado de ações durante a emergente crise do mercado no fim de março. Mas agora parece que Mitchell e os demais principais bancos de Nova York somente agiram com a aprovação do Governador do Federal Reserve Bank de Nova York e do Conselho inteiro do Federal Reserve, que, assim, claramente nem sequer teve a coragem de manter suas convicções. Ver Anderson, *Economics and the Public Welfare*, p. 206.

[28] Ver Charles O. Hardy, *Credit Policies of the Federal Reserve System* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1932), pp. 122–38. O doutor Lawrence E. Clark, seguidor de H. Parker Willis, afirmou que o senhor Gates McGarrah, presidente do Federal Reserve Bank de Nova York à época, era contrário à persuasão moral porque ele mesmo especulava no mercado de ações e nos empréstimos bancários com aquele propósito. Se essa fosse a razão, porém, McGarrah dificilmente teria sido – como foi – a principal força a insistir num aumento da taxa de redesconto. Ao contrário, ele teria sido contra qualquer freio à inflação. Ver Lawrence E. Clark, *Central Banking Under the Federal Reserve System* (Nova York: Macmillan, 1935), p. 267n.

tado inevitável surpreendeu e deixou perplexos os qualitativistas, e o *boom* da bolsa continuou alegremente.[29]

Se os empréstimos para o mercado de ações não são piores do que outras formas de empréstimos, e se a persuasão moral era uma fuga falaciosa da necessidade de restrição *quantitativa*, qualquer apoio governamental *especial* a algum tipo específico de empréstimo é importante sob dois aspectos: (1) o incentivo governamental de um tipo de empréstimo tende a inchar a *quantidade* geral de empréstimos bancários; e (2) isso certamente superestimulará aquele empréstimo em particular e agravará suas dificuldades de reajuste na fase de depressão. Cabe-nos portanto examinar os exemplos importantes de estímulo governamental específico ao mercado de ações na década de 1920. Se não é tão importante quanto o aumento de reservas e da oferta monetária, essa ajuda especial serviu para atiçar o aumento quantitativo, e também criou distorções particulares no mercado de ações, as quais causaram dificuldades ainda maiores durante a depressão.

Uma importante ajuda à inflação no mercado de ações foi a política do FRS de manter as taxas de empréstimos para conta margem (ou empréstimos bancários ao mercado de ações) particularmente baixas. Antes do estabelecimento do Federal Reserve System, a taxa de empréstimos para conta margem frequentemente ficava acima de 100%, mas, desde seu começo, a taxa de empréstimos para conta margem nunca subiu acima de 30%, e muito raramente acima de 10%.[30] As taxas para conta margem eram controladas nesses níveis baixos pelo Federal Reserve Bank de Nova York, com a cooperação direta e a assessoria do Comitê Monetário da Bolsa de Nova York. O Fed de Nova York também fazia constantes empréstimos aos bancos de Wall Street com o fim de regular a taxa para conta margem.

Outro importante meio de incentivar o mercado de ações foi uma sequência de declarações públicas feitas para atiçar o *boom* sempre que ele dava sinais de enfraquecimento. O presidente Coolidge e o secretário do Tesouro Mellon agiram, desse modo, como os principais "*capeadores* de Wall Street".[31] Assim, quando o *boom* emergente do mercado de ações co-

---

[29] A política de persuasão moral foi perspicazmente criticada por W. P. G. Harding, antigo presidente do Conselho do Federal Reserve. A política continuou, porém, provavelmente por causa da insistência de Mellon, secretário do Tesouro, que se opunha fortemente a qualquer aumento na taxa de redesconto. Ver Anderson, *Economics and the Public Welfare*, p. 210.

[30] Ver Clark, *Central Banking*, p. 382. A taxa de empréstimos de conta margem raramente ficou acima de 8% em 1928, ou acima de 10% em 1929. Ver Adolph C. Miller, "Responsibility for Federal Reserve Policies: 1927–1929", *American Economic Review* (setembro de 1935).

[31] Ralph W. Robey, "The Capeadores of Wall Street", *Atlantic Monthly* (setembro de 1928). [N. do T.: *capeador* é encarregado de distrair o touro com uma capa vermelha para que o toureiro o ataque; vale lembrar que touro em inglês é *bull*, e que a expressão *bull market* significa "a alta do mercado".]

meçou a dar maus sinais, em janeiro de 1927, o secretário Mellon fez com que ele continuasse. A subida que se seguiu em fevereiro estabilizou-se em março, e assim Mellon anunciou a intenção do Tesouro de financiar os *LibertyBonds* [Títulos da Primeira Guerra Mundial], que estavam em 4,25%, em notas de 3,5% em novembro próximo. Ele previu taxas de juros menores (corretamente, devido à inflação monetária subsequente) e insistiu em taxas menores no mercado. O anúncio fez com que os preços de ações subissem de novo em março. O *boom* outra vez começou a enfraquecer no fim de março, e Mellon outra vez prometeu contínuas taxas baixas de redesconto e desenhou um linda estrada de dinheiro fácil. Disse ele: "Há uma oferta abundante de dinheiro fácil que deve cuidar de quaisquer contingências que possam aparecer." As ações continuaram a subir, mas tiveram uma pequena queda em junho. Dessa vez o presidente Coolidge veio ajudar, instando todos ao otimismo. Outra vez o mercado ficou fortemente a seu lado, mas reagiu mal em outubro, quando Coolidge anunciou que não se candidataria à reeleição. Após outra subida e recessão subsequente em outubro, Coolidge outra vez apareceu para dar uma declaração altamente otimista. Outras declarações otimistas de Mellon e de Coolidge, anunciando a "nova era" de prosperidade permanente, injetaram repetidas vezes força no mercado. O *New York Times* afirmou em 16 de novembro que de Washington vinham notícias de tremenda confiança, e observou que era cada vez maior a "impressão de que talvez o mercado de ações dependa cada vez mais de Washington para novos ímpeto."

Notas compradas – aceitações

As Tabelas 7 e 8 mostram a enorme importância das Notas Compradas na década de 1920. Se a compra de Títulos do Governo dos Estados Unidos foi mais divulgada, as Notas Compradas foram pelo menos tão importantes, e, aliás, mais importantes do que os descontos. As Notas Compradas lideraram o desfile inflacionário de crédito do Federal Reserve em 1921 e em 1922, foram consideravelmente mais importantes do que os títulos no incentivo inflacionário de 1924, e tão importantes quanto o incentivo de 1927. Além disso, as Notas Compradas, por si, continuaram o estímulo inflacionário na fatal segunda metade de 1928.

Essas Notas Compradas eram quase todas *aceitações* (e quase todas *aceitações de banqueiros*) e a política do Federal Reserve para aceitações era sem dúvida a mais curiosa e a mais indefensável de todo o catálogo de políticas do Federal Reserve. Como no caso dos títulos, as aceitações eram compradas no mercado aberto, e assim ofereciam diretamente aos bancos

reservas sem a obrigação de reembolso (como nos descontos). Contudo, se o FRS preservou sua liberdade de ação quanto à compra ou à venda de títulos do governo dos Estados Unidos, ele amarrou as próprias mãos no caso das aceitações. Ele insistiu em estabelecer uma taxa muito baixa para as aceitações, e desse modo subsidiou e literalmente *criou* todo o mercado de aceitações do país, e depois prometeu comprar todas as notas oferecidas àquela taxa baixa.[32] O Federal Reserve, assim, arbitrariamente criou e subsidiou um mercado artificial de aceitações nos Estados Unidos, e comprou o que quer que lhe fosse oferecido a uma taxa artificialmente baixa. Essa política foi indesculpável por duas razões – suas consequências altamente inflacionárias, e sua concessão de privilégios especiais a um pequeno grupo às custas do público em geral.

Em contraste com a Europa, onde as aceitações há muito eram amplamente usadas como papéis comerciais, o pequeníssimo mercado para elas nos Estados Unidos e seu subsídio pelo FRS fizeram com que o Federal Reserve se tornasse o comprador dominante de aceitações.[33] Tratava-se de um mercado integralmente criado pelo Federal Reserve, que era usado apenas para o comércio internacional, ou para transações exclusivamente com o estrangeiro. Em 1928 e em 1929, os bancos evitaram fazer empréstimos junto ao Fed ao fazer empréstimos de aceitações em vez de empréstimos diretos, aproveitando-se assim do mercado do FRS e das taxas baratas de aceitações. Quando o Federal Reserve comprava a aceitação, o banco então adquiria uma reserva de modo menos caro do que pelos descontos, e sem ter de fazer o reembolso. Daí o papel inflacionário das aceitações em 1929 e sua sabotagem de outras tentativas do Federal Reserve de restringir o crédito.

Além das aceitações que o FRS mantinha em sua própria conta, ele também comprou uma grande quantidade de aceitações enquanto agente de bancos centrais estrangeiros. Além disso, a taxa de compra para aceitações para contas estrangeiras era *mais baixa* do que para suas próprias compras, subsidiando assim ainda mais essas compras de governos estrangeiros. Essas aceitações não eram incluídas em "Notas Compradas", mas eram endossadas pelo FRS e, em tempos de crise, esse endosso poderia se tornar um risco para o Federal Reserve; assim aconteceu em 1931. As

---

[32] As aceitações são vendidas pelos mutuários a corretores de aceitações ou "bancos de aceitações", que por sua vez vendem as notas aos investidores últimos – nesse caso, o Federal Reserve System.

[33] Assim, em 30 de junho de 1927, mais de 26% do total de aceitações dos banqueiros em circulação estavam em poder do FRS em sua própria conta, e outros 20% estavam em suas contas estrangeiras (bancos centrais estrangeiros). Assim, 46% de todas as aceitações de banqueiros estavam em poder do Federal Reserve, e a mesma proporção se mantinha em junho de 1929. Ver Hardy, *Credit Policies*, p. 258.

aceitações do Federal Reserve foram compradas dos bancos membros, dos bancos não-membros, e de casas privadas de aceitações – e as notas para contas estrangeiras eram compradas *inteiramente* dos corretores privados.[34]

O primeiro grande investimento em aceitações veio em 1922, coincidindo com a permissão dada pelo Conselho do Federal Reserve ao Reserve Bank de Nova York para controlar a política de aceitações. As aceitações do Federal Reserve subiram de US$ 75 milhões em janeiro para US$ 272 milhões em dezembro daquele ano. Apesar do fato de que o Federal Reserve manteve sua taxa de compra de aceitações abaixo de sua taxa de redesconto, Paul Warburg, principal banqueiro de aceitações dos Estados Unidos, e um dos fundadores do Federal Reserve System, exigia taxas ainda mais baixas para as aceitações.[35] Gilbert, subsecretário do Tesouro, por outro lado, era contra as taxas de aceitação com privilégios especiais, mas o Federal Reserve continuou sua política, dirigida em grande parte pelo Federal Reserve Bank de Nova York.[36] Na verdade, foi apenas na primeira metade de 1929 que o Federal Reserve abandonou parcialmente sua política de subsídios, e pelo menos elevou sua taxa para compras de aceitações acima da taxa de redesconto, provocando assim uma forte redução nas aceitações em seu poder. De fato, a redução nas aceitações foi quase o único fator para a redução de reservas em 1929, colocando um fim à grande inflação da década de 1920.

Por que o Federal Reserve criou do nada e ainda subsidiou de modo ultrajante o mercado de aceitações neste país? A única razão realmente plausível para girar em torno do papel desempenhado por Paul M. Warburg, antigo banqueiro de investimentos alemão que veio para os Estados Unidos a fim de tornar-se sócio de Kuh, Loeb and Company, e que foi um dos fundadores do Federal Reserve System. Warburg trabalhou por anos para trazer as duvidosíssimas bênçãos do sistema de banco central para os até então retrógrados Estados Unidos. Após a guerra e durante a década de 1920. Warburg continuou na presidência do Conselho do International Acceptance Bank [Banco Internacional de Aceitações] de Nova York, o maior banco de aceitações do mundo. Ele também se tornou diretor do importante Westinghouse Acceptance Bank e de diversas outras casas de

[34] Ver Senate Banking and Currency Committee, *Hearings on Operation of National and Federal Reserve Banking Systems* (Washington, D.C., 1931), Apêndice, Parte 6, 884.

[35] Ver Harris, *Twenty Years*, p. 324n.

[36] Cerca de metade das aceitações do Federal Reserve System estavam em poder do Federal Reserve Bank de Nova York; mais importante, quase todas *as compras* de aceitações foram feitas pelo Federal Reserve Bank de Nova York, e depois foram distribuídas em proporções definidas aos demais bancos do Federal Reserve. Ver Clark, *Central Banking*, p. 168.

aceitação, e foi o principal fundador, além de presidente, do Executive Committee of the American Acceptance Council [Comitê Executivo do Conselho Americano de Aceitações], associação comercial fundada em 1919. Sem dúvida, o protagonismo de Warburg no Federal Reserve System estava relacionado com o fato de ele receber a maior parte dos benefícios de sua política de aceitações. E com certeza é difícil achar qualquer outra explicação adequada para a adoção desse curioso programa. De fato, o próprio Warburg proclamava o sucesso de sua influência para convencer o Federal Reserve a afrouxar as regras de elegibilidade para a compra de aceitações, e a estabelecer taxas subsidiadas pelas quais o Federal Reserve comprava todas as aceitações oferecidas.[37] E, por fim, Warburg era amigo íntimo de Benjamin Strong, o poderoso senhor do Federal Reserve Bank de Nova York, que praticava a política de subsídios.[38]

O governo federal ampliou progressivamente o escopo do mercado de aceitações desde o princípio mesmo do Federal Reserve Act. Antes disso, os bancos nacionais eram proibidos de comprar aceitações. Após o Act, os bancos tiveram permissão para comprar aceitações de comércio exterior até o limite de 50% do capital e dos excedentes de um banco. Emendas subsequentes elevaram o limite para 100% de capital e excedentes, e depois para 150%, e permitiram outros tipos de aceitações – "câmbio de dólares" e aceitações domésticas. Além disso, a prática inglesa de aceitações era estritamente limitada à troca de papéis, representando movimentações definidas de bens. O Conselho do Federal Reserve inicialmente tentou limitar as aceitações a essas trocas, mas em 1923 ele sucumbiu à pressão do Federal Reserve Bank de Nova York e permitiu "notas financeiras" sem documentos. Os bancos do Federal Reserve de Nova York e de outros estados também receberam poderes em 1921 e em 1922 para comprar aceitações *puramente estrangeiras*, cuja maturidade permissível foi elevada de três para seis meses. Em 1923, como parte do programa de crédito agrícola, o Fed recebeu permissão para redescontar aceitações de base agrícola de até seis meses.[39] Em 1927, as notas foram consideradas elegíveis ainda

---

[37] Ver um pronunciamento de Warburg como presidente diante do American Acceptance Council em 19 de janeiro de 1923, em Paul M. Warburg, *The Federal Reserve System* (Nova York: Macmillan, 1930), vol. 2, p. 822. Claro que Warburg teria preferido um subsídio ainda maior. Até o perceptivo aviso de Warburg quanto à inflação que se desenvolvia em março de 1929 foi desfigurado por sua reclamação simultânea de que "não conseguimos desenvolver um mercado nacional de notas". *Commercial and Financial Chronicle* (9 março de 1929): 1443–44; ver também Harris, *Twenty Years*, p. 324.

[38] Ver Lester V. Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1958), p. 39 e *passim*. Foi somente por insistência de Warburg e de Henry Davison, da J. P. Morgan and Company, que Strong aceitou o cargo.

[39] Ver H. Parker Willis, "The Banking Problem in the United States", em Willis, et al., "Report of an Inquiry into Contemporary Banking in the United States", pp. 1, 31–37.

que fossem retiradas *após* a movimentação dos bens.[40]

Com o relaxamento das regras, as aceitações puramente estrangeiras, que representavam bens armazenados em pontos do estrangeiro ou deles enviados, subiram do nada para o protagonismo nas aceitações em posse do Federal Reserve durante o período crucial de 1928 e 1929. As compras de aceitações estrangeiras foram muito importantes, sobretudo na segunda metade de 1929, para frustrar todas as tentativas de frear o *boom*. Restrições anteriores de crédito estavam a caminho para encerrar o *boom* inflacionário em 1928. Mas em agosto o Federal Reserve deliberadamente inverteu sua política de dinheiro curto para o mercado de aceitações, e o Conselho autorizou os bancos do Federal Reserve a comprar pesadamente a fim de acomodar as necessidades de crédito.[41] As razões para essa infeliz inversão foram gerais em grande parte: a pressão política para facilitar o crédito em ano de eleição, e o medo das repercussões na Europa de taxas altas de juros nos Estados Unidos foram as mais importantes. Mas também houve uma razão mais específica, relacionada ao mercado de aceitações estrangeiras.

Ao contrário dos tipos mais antigos de aceitações, as aceitações puramente estrangeiras eram notas que representavam bens que *aguardavam* a venda, e não bens em trânsito entre compradores e vendedores específicos.[42] A maioria delas era usada para financiar a armazenagem de bens não-vendidos na Europa central, especialmente na Alemanha.[43] Como surgiu esse aumento da posse de aceitações alemãs? Ele foi o resultado de um espetacular *boom* americano em empréstimos estrangeiros, financiado por novas emissões de títulos estrangeiros. Esse *boom* floresceu a partir de 1924, e atingiu seu pico em meados de 1928. Foi um reflexo direto da expansão de crédito americano, e particularmente das taxas de juros baixas geradas por essa expansão. Como veremos mais adiante, esse resultado foi deliberadamente nutrido pelas autoridades do Federal Reserve. A Alemanha era um dos principais mutuários do mercado americano durante o *boom*. A Alemanha sem dúvida tinha pouco capital, privada dele pela guerra e depois por sua ruinosa inflação, que culminou em 1923. Contu-

[40] Ver A. S. J. Baster, "The International Acceptance Market", *American Economic Review* (junho de 1937): 298.

[41] Ver Charles Cortez Abbott, *The New York Bond Market, 1920–1930* (Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1937), pp. 124ss.

[42] Ver Hardy, *Credit Policies*, pp. 256–57. Também *Hearings, Operation of Banking Systems*, Apêndice, Parte C, pp. 852ss.

[43] O Fed também comprou libras esterlinas para ajudar a Grã-Bretanha, no valor de US$16 milhões no fim de 1929 e de US$ 10 milhões no verão de 1927. Ver Hardy, *Credit Policies*, pp. 100ss.

do, os títulos alemães que circulavam nos Estados Unidos não estavam reconstruindo, como pensava a maioria das pessoas, o capital alemão, porque esses empréstimos eram em grande parte concedidos aos *governos* dos municípios e dos estados alemães, e não às empresas privadas alemãs. Os empréstimos tornavam o capital ainda mais *escasso* na Alemanha, porque os governos locais agora podiam competir ainda mais fortemente com as empresas privadas por fatores de produção.[44] Para seu grande crédito, muitas autoridades alemãs, e especialmente o doutor Hjalmar Schacht, presidente do Reichsbank, compreenderam a insustentabilidade desses empréstimos, e, junto com o senhor S. Parker Gilbert, Agente Americano de Reparações, instaram a comunidade bancária de Nova York a parar de fazer empréstimos aos governos locais da Alemanha.[45] Mas os banqueiros de investimento americanos, atraídos pelas gordas comissões sobre os empréstimos a governos estrangeiros, enviaram centenas de agentes ao exterior para instar os mutuários prospectivos a fazer empréstimos no mercado americano. O centro de suas atenções foi a Alemanha.[46]

A maré de empréstimos ao estrangeiro virou fortemente após meados de 1928. O crescimento das taxas de juros nos Estados Unidos, combinado com o forte *boom* do mercado de ações, desviou os fundos dos títulos estrangeiros para as ações domésticas. As dificuldades econômicas alemãs agravaram a queda nos empréstimos ao estrangeiro no fim de 1928 e em 1929. A consequência foi que os bancos alemães, vendo que seus clientes não conseguiam vender novos títulos nos Estados Unidos, obtinham empréstimos na forma de crédito de aceitação no Federal Reserve Bank de Nova York, a fim de cobrir os custos de guardar estoques não-vendidos de algodão, de cobre, de farinha e de outras *commodities* nos armazéns alemães.[47] Os bancos americanos que serviram de agentes de bancos estran-

---

[44] O *boom* em empréstimos à Alemanha começou com o "empréstimo Dawes", parte das reparações do Plano Dawes, com um empréstimo de US$ 110 milhões à Alemanha dado por um consórcio de bancos de investimentos liderado pela J. P. Morgan and Company.

[45] Shacht visitou pessoalmente Nova York no fim de 1925 a fim pressionar os bancos nesse sentido, e ele, Gilbert, e também as autoridades do Tesouro alemão telegrafaram para os bancos de Nova York com o mesmo fim. A afiliada de seguros do Chase National Bank atendeu aos pedidos. Ver Anderson, *Economics and the Public Welfare*, pp. 150ss. Ver também Garet Garrett, *A Bubble That Broke the World* (Boston: Little, Brown, 1932), pp. 23–24, e Lionel Robbins, *The Great Depression* (Nova York: Macmillan, 1934), p. 64.

[46] "No final de 1925, os agentes de quatorze bancos de investimento americanos foram à Alemanha pedir empréstimos aos estados e municípios alemães." Anderson, *Economics and the Public Welfare*, p. 152. Ver também Robert Sammons, "Capital Movements", em Hal B. Lary and Associates, *The United States in the World Economy* (Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 1943), pp. 95–100; e Garrett, *A Bubble that Broke the World*, pp. 20, 24.

[47] Ver Clark, *Central Banking*, p. 33. Já em 1924 o Conselho do Federal Reserve haveria sugerido que créditos de aceitação americanos financiassem a exportação de algodão para a Alemanha.

geiros venderam vastas quantidades de aceitações estrangeiras (em grande parte alemãs) para outros bancos americanos e para o Federal Reserve System.[48] Isso explica o aumento das aceitações alemãs em posse do Federal Reserve.

Outras aceitações que floresceram em 1928 e em 1929 representavam o algodão e o trigo domésticos que esperavam exportação, e notas de câmbio que forneciam dólares à América do Sul. No começo de 1929, houve também uma erupção de aceitações baseadas na importação de açúcar de Cuba, por causa da expectativa de uma tarifa americana mais pesada sobre o açúcar.[49]

Não apenas o Federal Reserve – efetivamente, o Federal Reserve Bank de Nova York – subsidiou o mercado de aceitações, como também restringiu seus subsídios a algumas grandes casas de aceitação. Ele se recusava a comprar quaisquer aceitações diretamente das empresas, insistindo em comprá-las de corretores de aceitações que funcionavam como intermediários – subsidiando assim os corretores. Além disso, ele só comprava aceitações de uns poucos corretores com capital de no mínimo um milhão de dólares. Outro privilégio especial foi o crescimento na compra de aceitações por parte do Federal Reserve em acordos de *recompra*. Nesse procedimento, o Federal Reserve Bank de Nova York concordava em comprar aceitações de alguns poucos corretores grandes e conhecidos que tinham a opção de recomprá-las em quinze dias a um preço fixado correntemente. Os acordos de recompra variaram entre um décimo a quase dois terços das aceitações.[50] Tudo isso tende a confirmar nossa hipótese sobre o papel de Warburg.

Em suma, o Federal Reserve na prática deu empréstimos de conta margem aos corretores de aceitações, assim como acesso irrestrito a taxas subsidiadas, e deu esses privilégios a corretores que, naturalmente, não eram membros do Federal Reserve System. De fato, sendo banqueiros privados não-incorporados, os corretores nem sequer faziam relatórios públicos. O Federal Reserve Bank de Nova York tinha um ciúme tão curioso do segredo de seus favoritos que arrogantemente recusou-se a dar a um comitê de investigação do Congresso tanto uma lista dos corretores de aceitações de quem havia comprado notas quanto uma lista detalhada de aceitações

---

[48] Ver H. Parker Willis, *The Theory and Practice of Central Banking* (Nova York: Harper and Bros, 1936), pp. 210–12, 223.

[49] *Hearings*, *Operation of Banking Systems*, pp. 852ss.

[50] Clark, *Central Banking*, pp. 242–48, 376–78; Hardy, *Credit Policies*, p. 248.

estrangeiras por país. As autoridades do Federal Reserve Bank de Nova York *não* foram citadas judicialmente por desrespeito pelo comitê.[51]

Títulos do Governo dos Estados Unidos

As reservas dos bancos membros aumentaram durante a década de 1920 principalmente em três grandes ondas – a primeira em 1922, a segunda em 1924 e a terceira na segunda metade de 1927. Em cada uma dessas ondas, as compras do Federal Reserve de títulos do governo desempenharam um papel fundamental. As operações de compra e de venda "de mercado aberto" de títulos do governo só se tornaram um fator crucial do controle monetário pelo Federal Reserve durante a década de 1920. O processo começou quando o Federal Reserve triplicou seu estoque de títulos do governo, entre novembro de 1921 e junho de 1922 (os títulos em seu poder somavam US$ 193 milhões ao fim de outubro, e US$ 603 milhões ao fim de maio no ano seguinte). Ele não fez isso para tornar a moeda mais fácil e para inflar a oferta monetária, porque essas relações eram pouco entendidas naquela época, mas simplesmente para aumentar os rendimentos do Federal Reserve. O resultado inflacionário dessas compras veio como uma consequência inesperada.[52] Essa lição foi compreendida aos poucos e aplicada desde então.

Se as autoridades do Federal Reserve eram inocentes quanto às *consequências* de sua política inflacionária em 1922, elas não eram inocentes quanto à intenção, porque todos os indícios apontam que o resultado inflacionário foi muito bem-vindo pelo Federal Reserve. A inflação parecia justificada enquanto meio de promover a recuperação da queda de 1920–1921, de aumentar a produção e de diminuir o desemprego. O governador Adolph Miller, do Conselho do Federal Reserve, que se opôs firmemente às políticas inflacionárias posteriores, defendeu a inflação de 1922 em audiências no Congresso. Foi bastante representativa da opinião do Federal Reserve naquele momento a apologia subsequente do professor Reed, que, com toda a complacência, escreveu que o crédito bancário "estava sendo empregado de maneira produtiva e que os bens estavam sendo preparados para o consumidor ao menos com a mesma rapidez com que sua renda

---

[51] *Hearings, Operation of Banking Systems*, Apêndice, Parte 6, pp. 847, 922–23.

[52] Mas não inteiramente inesperada, porque em abril de 1922 vemos o governador Strong escrevendo que uma de suas principais razões para fazer compras de mercado aberto era "estabelecer um nível de taxas de juros... que facilitasse os empréstimos estrangeiros neste país... e facilitasse o progresso econômico." Benjamin Strong a S. Parker Gilbert, subsecretário do Tesouro, em 18 de abril de 1922. Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, pp. 210–11.

monetária se expandia”[53].

A política de mercado aberto foi então iniciada, e ela desempenhou um dos principais papéis nas ondas inflacionárias de 1924 e de 1927, e portanto na inflação geral da década de 1920.

Os bancos individuais do Federal Reserve inicialmente compravam os títulos por iniciativa própria, e o Tesouro melindrou-se com essa política descentralizadora. Por iniciativa do Tesouro, e com o apoio de Benjamin Strong, os governadores dos vários Reserve Banks formaram um Comitê de Mercado Aberto para coordenar as operações de compra e de venda do Federal Reserve. O Comitê foi estabelecido em junho de 1922. Em abril de 1923, porém, esse Comitê de Governadores foi dissolvido e um novo Comitê de Investimento de Mercado Aberto foi nomeado pelo Conselho do Federal Reserve. Originalmente, isso era um golpe do Conselho para exercer a liderança sobre a política de mercado aberto, no lugar do poder cada vez maior de Strong, governador do Federal Reserve Bank de Nova York. Strong passou o ano de 1923 doente, e foi durante esse ano que o Conselho conseguiu vender a maioria dos títulos do governo em sua posse. Assim que Strong voltou ao trabalho em novembro, porém, sendo presidente do Comitê de Investimento de Mercado Aberto, insistiu em comprar títulos sem hesitação, para evitar a mera ameaça de recessão econômica.

Como resultado da nova subida ao poder de Strong, o Federal Reserve retomou em dois meses uma pesada compra de títulos do governo, e a economia ficou firme em seu caminho inflacionário. Como diz o biógrafo de Strong, e seu admirador: “Dessa vez o Federal Reserve sabia o que estava fazendo, e suas compras não eram para rendimentos, mas para amplos fins de política monetária”, isso é, para a inflação. Ironicamente, Benjamin Strong agora estava mais poderoso do que nunca, e de fato, até sua aposentadoria, a política do FRS de mercado aberto foi na prática governada pelo governador Strong.[54] Um dos primeiros dispositivos de controle do governador Strong foi estabelecer uma “Conta de Investimento de Sistema Especial”, em que, como no caso das aceitações, as compras que o Federal Reserve fizesse de governos eram feitas em sua maioria pelo Federal Reserve Bank de Nova York, que então as distribuía *pro rata* aos demais bancos do Federal Reserve que quisessem os títulos.

[53] Harold L. Reed, *Federal Reserve Policy, 1921–1930* (Nova York: McGraw-Hill, 1930), pp. 20, e 14–41. O governador Miller concordou que “ainda que os preços estivessem subindo, a produção e o comércio também estavam, e logo a produção ultrapassaria a subida de preços”. Ibid., pp. 40–41.

[54] Ver Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, pp. 222–33, sobretudo p. 233. Ver também Hardy, *Credit Policies*, pp. 38–40; Anderson, *Economics and the Public Welfare*, pp. 82–85, 144–47.

Outro traço novo e importante da década e 1920 foi a manutenção de um grande volume de dívida governamental flutuante de curto prazo. Antes da guerra, quase toda a dívida dos Estados Unidos estava consolidada em títulos de longo prazo. Durante a guerra, o Tesouro emitiu inúmeras notas de curto prazo, consolidadas apenas parcialmente numa data posterior. A partir de 1922, entre meio e um bilhão de dólares de dívida de curto prazo do Tesouro ficou em circulação nos bancos, tendo de ser refinanciada periodicamente. Os bancos membros eram incentivados a manter o máximo que podiam desses títulos: o Tesouro mantinha depósitos nos bancos, e eles podiam fazer empréstimos junto ao Federal Reserve, usando os certificados como garantia adicional. As compras de mercado aberto do governo federal também ajudaram a manter baixas as taxas no mercado de títulos do governo. O resultado foi que os bancos possuíam mais dívida do governo em 1928 do que possuíam durante a guerra. Assim, o Federal Reserve, ao usar diversos meios para estimular o mercado a receber a dívida flutuante do governo federal, contribuiu para aumentar o ímpeto inflacionário.[55]

[55] Ver H. Parker Willis, "What Caused the Panic of 1929?", *North American Review* (1930): 178; e Hardy, *Credit Policies*, p. 287. A isenção de imposto de renda sobre títulos de governo também incentivou as compras dos bancos. Ver Esther Rogoff Taus, *Central Banking Functions of the United States Treasury, 1789–1941* (Nova York: Columbia University Press, 1943), pp. 182ss.

V

A consequência da inflação

Vimos como os principais fatores das mudanças nas reservas desempenharam seus papéis durante o *boom* da década de 1920. A Moeda do Tesouro desempenhou um papel considerável nos primeiros anos, graças à política de compra de prata herdada do governo Wilson. O Federal Reserve, quebrando a tradição dos bancos centrais, incentivou as Notas Descontadas ao manter as taxas de redesconto abaixo do mercado. As aceitações foram subsidiadas de modo vil: o Federal Reserve deliberadamente manteve as taxas de aceitação muito baixas e comprou todas as Aceitações oferecidas a essa taxa barata por poucas grandes casas de aceitações. A compra em mercado aberto dos títulos do governo nasceu como meio de aumentar os ativos com rendimentos dos bancos do Federal Reserve, mas logo foi continuada como meio de promover a expansão monetária. Agora podemos nos voltar à *anatomia* da inflação na década de 1920, a uma discussão *genética* do curso efetivo do *boom*, incluindo uma investigação de algumas das razões da política inflacionária.

Empréstimos ao estrangeiro

A primeira irrupção inflacionária, entre o fim de 1921 e o começo de 1922 – o começo do *boom* – foi puxada, como podemos ver na Tabela 7, pelas compras de títulos do governo por parte do Federal Reserve. Premeditado ou não, o efeito foi bem-vindo. A inflação foi promovida por um desejo de rápida recuperação da recessão de 1920–1921. Em julho de 1921, o Federal Reserve anunciou que ofereceria mais crédito para a colheita e para a agricultura, em qualquer quantidade que fosse legitimamente demandada. Logo o secretário Mellon estava propondo em privado que a economia fosse ainda mais estimulada pelo dinheiro barato.[1]

Um outro motivo da inflação que veremos repetir-se como fator crucial e constante na década de 1920 foi o desejo de ajudar os governos estrangeiros e os exportadores americanos (especialmente na agricultura). O processo funcionava da seguinte maneira: a inflação e o crédito barato nos Estados Unidos estimulavam a concessão de empréstimos ao estran-

[1] Seymour E. Harris, *Twenty Years of Federal Reserve Policy* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1933), vol. 1, p. 94.

geiro nos EUA. Um dos principais motivos de Benjamin Strong para as compras em mercado aberto em 1921–1922 foi estimular os empréstimos ao estrangeiro. A inflação também ajudou a frear o influxo de ouro da Europa e de outros continentes, influxo esse causado pela inflação de moeda fiduciária de curso forçado nos países estrangeiros, que expulsou o ouro ao elevar os preços e ao reduzir as taxas de juros. O estímulo artificial aos empréstimos ao estrangeiro nos EUA também ajudou a aumentar ou a manter a demanda estrangeira pelas exportações agrícolas americanas.

O primeiro grande *boom* dos empréstimos estrangeiros coincidiu portanto com a inflação do Federal Reserve do fim de 1921 e do começo de 1922. A queda em rendimentos de títulos durante essa época estimulou uma onda de empréstimos estrangeiros: os rendimentos de títulos do governo dos Estados Unidos caíram de 5,27% em junho de 1921 para 4,24% em junho de 1922 (os títulos corporativos caíram de 7,27% para 5,92% no mesmo período). As emissões de títulos estrangeiros, cerca de US$ 100 milhões por trimestre-ano durante 1920, duplicaram para cerca de US$ 200 milhões por trimestre no fim de 1921. Esse *boom* teve a contribuição de "um dilúvio de declarações de fontes do governo, da indústria e do setor bancário enunciando a necessidade econômica dos Estados Unidos de emprestar ao estrangeiro"[2].

A inflação de 1921–1922, em suma, foi promovida a fim de aliviar a recessão, de estimular a produção e a atividade econômica, e de ajudar a agricultura e o mercado de empréstimos ao estrangeiro.

Na primavera de 1923, o Federal Reserve passou a restringir o crédito em vez de expandi-lo, como anteriormente, mas a restrição foi muito enfraquecida por um aumento nos descontos do Reserve, incentivados porque a taxa de redesconto estava abaixo do mercado. Mesmo assim, seguiu-se uma recessão branda, que continuou até meados de 1924. Os rendimentos de títulos subiram levemente, e os empréstimos ao estrangeiro caíram consideravelmente, ficando abaixo de uma taxa de cem milhões de dólares por trimestre durante 1923. Ficaram particularmente deprimidas as exportações agrícolas americanas para a Europa. Certamente parte dessa queda foi causada pela Tarifa Fordney–McCumber de setembro de 1922, que se afastou muito da tarifa razoavelmente baixa do partido Democrata e se aproximou de uma política cada vez mais protecionista.[3] A proteção maior contra os bens manufaturados europeus deu um golpe na indústria

[2] Robert L. Sammons, "Capital Movements", em Hal B. Lary and Associates, *The United States in the World Economy* (Washington, D.C.: Government Printing Office, 1943), p. 94.
[3] Ver Abraham Berglund, "The Tariff Act of 1922", *American Economic Review* (março de 1923): 14–33.

europeia, e também serviu para manter a demanda europeia por bens americanos abaixo de que teria sido sem interferência governamental.

A fim de oferecer aos países estrangeiros os dólares necessários para comprar exportações americanas, o governo dos Estados Unidos decidiu *não*, como seria sensato, reduzir as tarifas, e sim promover o dinheiro barato domesticamente, estimulando assim os empréstimos estrangeiros e freando o influxo de ouro do exterior. Por conseguinte, a retomada da inflação americana em grande escala em 1924 deu início a um *boom* de empréstimos estrangeiros, que atingiram um pico em meados de 1928. Isso também fez com que o comércio americano se estabelecesse não sobre uma base sólida de trocas recíprocas e produtivas, mas numa promoção febril de empréstimos que depois se mostraram insustentáveis.[4] Os países estrangeiros encontravam dificuldades para vender seus bens aos Estados Unidos, mas eram incentivados a fazer empréstimos em dólar. Mas, depois, eles não podiam vender bens para pagar os empréstimos; eles só podiam tentar pegar mais dólares num ritmo acelerado para pagá-los. Assim, de maneira indireta mas ainda assim evidente, a política protecionista americana deve arcar com parte da responsabilidade por nossa política inflacionária da década de 1920.

Quem foi beneficiado e quem foi prejudicado pela política de proteção & inflação, praticada no lugar da alternativa racional de livre comércio e moeda forte? Certamente a maioria da população americana foi prejudicada, tanto como consumidores de importações como quanto vítimas da inflação e do baixo crédito estrangeiro, e, depois, da depressão. Foram beneficiadas as indústrias protegidas pela tarifa, as indústrias de exportações subsidiadas de maneira não-econômica pelos empréstimos estrangeiros, e os banqueiros de investimentos que emitiam os títulos estrangeiros recebendo gordas comissões. Certamente a acusação do professor F. W. Fetter à política econômica exterior da década de 1920 não era exagerada:

> Nós “cuidamos” dos produtores daquelas áreas em que os estrangeiros competiam conosco com tarifas altas, e com promessas de que a Comissão de Tarifas aplicaria tarifas ainda mais altas se “necessário”, e os interessados no comércio exterior ouviram que o Departamento de Comércio iria abrir imensos mercados estrangeiros. Os empréstimos estrangeiros foram louvados pelos mesmos líderes políticos que queriam restrições cada vez maiores ao crédito, ignorando totalmente os problemas envolvidos no pagamento desses empréstimos... Um volume tremendo de empréstimos estrangeiros possibi-

[4] Ver Benjamin H. Beckhart, “The Basis of Money Market Funds”, em Beckhart, et al., *The New York Money Market* (Nova York: Columbia University Press, 1931), vol. 2, p. 70.

> litou exportações muito maiores do que as importações... e o secretário Mellon e outros defensores dessa política de tarifas apontaram o dedo para ridicularizar aqueles que haviam profetizado que a Lei Fordney–McCumber teria um efeito prejudicial a nosso comércio exterior.[5]

O governo Republicano, tantas vezes equivocadamente visto como um governo "laissez-faire", na verdade interferiu ativamente nos empréstimos estrangeiros durante a década de 1920. Os empréstimos estrangeiros eram raros nos EUA antes da Primeira Guerra Mundial, e o governo dos Estados Unidos não tinha autoridade legal para, em tempos de paz, interferir neles de modo algum. E mesmo assim o governo interferiu, ainda que fosse ilegal. Instigados por Hoover, secretário de comércio, o presidente Harding e seu gabinete realizaram, em 25 de maio de 1921, um encontro com diversos banqueiros de investimento americanos, e Harding pediu para ser avisado previamente de todas as emissões públicas de títulos estrangeiros, para que o governo "pudesse pronunciar-se a seu respeito"[6]. Os banqueiros concordaram. As condições dessa interferência haviam sido preparadas numa reunião do gabinete cinco dias antes, em que:

> O gabinete discutiu o problema de favorecer as exportações, e como era desejável a aplicação dos lucros dos empréstimos estrangeiros em nossos próprios mercados financeiros para fins de exportação de nossas *commodities*.[7]

Em suma, o gabinete queria que os bancos que emitissem títulos estrangeiros garantissem que parte dos lucros fossem gastos nos Estados Unidos. E Herbert Hoover estava tão entusiasmado com o subsídio aos empréstimos estrangeiros que comentou que até os empréstimos *insustentáveis* ajudavam as exportações americanas e assim ofereciam uma forma barata de alívio e de emprego – uma forma "barata" que depois trouxe custosas inadimplências e problemas financeiros.[8]

---

[5] Frank W. Fetter, "Tariff Policy and Foreign Trade", em J. G. Smith, ed., *Facing the Facts* (Nova York: G. P. Putnam's Sons, 1932), p. 83. Ver também George E. Putnam, "What Shall We Do About Depressions?" *Journal of Business* (abril de 1938): 130–42, e Winthrop W. Aldrich, *The Causes of the Present Depression and Possible Remedies* (Nova York, 1933), pp. 7–8.

[6] Jacob Viner, "Political Aspects of International Finance", *Journal of Business* (abril de 1928): 170. Ver também Herbert Hoover, *The Memoirs of Herbert Hoover* (Nova York: Macmillan, 1952), vol. 2, pp. 80–86.

[7] Jacob Viner, "Political Aspects of International Finance, Part II", *Journal of Business* (julho de 1928): 359.

[8] Harris Gaylord Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression* (Nova York: Oxford University Press, 1959), p. 27.

Em janeiro de 1922, o secretário de comércio Hoover fez com que os banqueiros americanos de investimentos aceitassem que agentes do Departamento de Comércio primeiro investigassem as condições dos países que pediam empréstimos estrangeiros, fossem os mutuários agentes privados ou públicos. O candidato teria de prometer também comprar matérias-primas nos Estados Unidos, e o cumprimento desse acordo seria inspecionado pelo adido comercial americano no país mutuário. Felizmente esse acordo não deu em quase nada. Nesse ínterim, o pedido de Harding foi ignorado repetidas vezes, e por isso o Departamento de Estado enviou uma circular aos banqueiros de investimentos em março de 1922 repetindo o pedido presidencial, admitindo que não havia maneira legal de obrigar a atendê-lo, mas dizendo pomposamente que os "interesses nacionais" exigiam que o Departamento de Estado fizesse suas objeções a qualquer emissão de títulos. Durante abril e maio, o secretário Hoover protestou contra a relutância dos banqueiros, e instou a que os bancos fossem ordenados a estabelecer as regras que desejava para os empréstimos estrangeiros, ou, do contrário, o Congresso assumiria o controle. Harding e Coolidge, porém, contentaram-se com uma forma muito mais branda de intimidação informal.

Muitas vezes o governo, quando questionado, negou qualquer tentativa de ditar os empréstimos estrangeiros. Mas o Departamento de Estado admitiu diversas vezes que estava exercendo um controle benéfico, e admitiu ter objetado contra certos empréstimos. A proibição mais notável foi aquela a todos os empréstimos à França, punição aplicada porque a França ainda estava em dívida com o governo americano. Foi uma proibição da qual os banqueiros muitas vezes conseguiam escapar. O secretário de estado Kellog defendeu uma regulamentação direta dos empréstimos estrangeiros, mas não a conseguiu.

Sabendo que o Departamento de Estado estava interferindo nos empréstimos estrangeiros, o público americano erroneamente começou a acreditar que todo empréstimo estrangeiro tinha o selo de aprovação do governo americano e portanto era uma boa compra. Isso, é claro, estimulou ainda mais os empréstimos imprudentes ao estrangeiro.

Os empréstimos estrangeiros da década de 1920 foram quase todos privados. Em 1922, porém, numa indicação de desenvolvimentos muito posteriores, o secretário de estado Hughes instou o Congresso a aprovar um empréstimo direto *governamental* de cinco milhões de dólares à Libéria, mas o Senado não o ratificou.

A ajuda à Inglaterra

A grande expansão de 1924 foi projetada não apenas para estimular os empréstimos a países estrangeiros, mas também para frear seus influxos de ouro para os Estados Unidos.[9] Esses influxos vinham, primariamente, das políticas inflacionárias dos países estrangeiros. A Grã-Bretanha, em particular, enfrentava um sério problema econômico. Ela se preparava para voltar ao padrão ouro na equivalência nominal de antes da guerra (em que uma libra esterlina valia aproximadamente US$ 4,87), mas isso significava retornar ao padrão ouro numa taxa de câmbio maior do que a taxa corrente de livre mercado. Em suma, a Grã-Bretanha insistia em voltar ao ouro num valor que era entre 10% e 20% maior do que a taxa corrente de câmbio, que refletia os resultados da guerra e da inflação do pós-guerra. Isso significava que os preços britânicos teriam de cair entre 10% e 20% para continuar competitivos em relação aos de outros países, e para manter seu comércio de exportações, sumamente importante. Mas essa queda não aconteceu, primariamente porque os sindicatos não permitiram a redução dos salários. Os salários reais subiram, e a Grã-Bretanha foi atacada pelo desemprego crônico em massa. Não se permitiu a contração do crédito, que era necessária para produzir a deflação, porque o desemprego pioraria ainda mais – desemprego esse causado em parte pela criação, no pós-guerra, do seguro-desemprego (que permitia que os sindicatos resistissem a quaisquer cortes salariais). O resultado foi que a Grã-Bretanha tendia a perder ouro. Em vez de acabar com o seguro-desemprego, de contrair o crédito e/ou voltar a uma paridade mais realista para o ouro, a Grã-Bretanha inflou sua oferta monetária para contrabalançar a perda de ouro e foi buscar ajuda nos Estados Unidos. Se o governo dos Estados Unidos inflasse a moeda *americana*, a Grã-Bretanha pararia de perder ouro para os Estados Unidos. Em suma, o público americano foi escolhido para arcar com o ônus da inflação e da recessão subsequente a fim de manter a vida com que o governo e os sindicatos ingleses teimavam em acostumar-se.[10]

O governo americano correu sem demora para ajudar a Grã-Bretanha. O "isolacionismo" da política exterior da década de 1920 é quase integralmente um mito, e isso vale particularmente para as questões econômicas e financeiras. A conferência de 1927 entre os principais banqueiros cen-

---

[9] Como indicamos anteriormente, um terceiro motivo para a expansão de crédito de 1924 foi ajudar que a agricultura e a indústria se recuperassem da branda recessão de 1923.

[10] Ver Lionel Robbins, *The Great Depression* (Nova York: Macmillan, 1934), pp. 77–87; Sir William Beveridge, *Unemployment, A Problem of Industry* (Londres: Macmillan, 1930), cap. XVI; e Frederic Benham, *British Monetary Policy* (Londres: P. S. King and Son, 1932).

trais que levou à inflação daquele ano ficou célebre; menos conhecido é o fato de que a colaboração entre Benjamin Strong, governador do Federal Reserve Bank de Nova York, e Montagu Norman, presidente do Banco da Inglaterra, havia começado muito antes. Quando Norman foi nomeado governador, durante a guerra, Strong logo prometeu-lhe seus serviços. Em 1920, Norman começou a fazer viagens anuais aos Estados Unidos para visitar Strong, e Strong periodicamente viajava à Europa. Todas essas consultas eram mantidas em forte segredo e eram sempre camufladas como "visitas entre amigos", "férias" e "visitas de cortesia". O Banco da Inglaterra nessas ocasiões dava a Strong uma mesa e uma secretária particular, assim como o Banco da França e o Reichsbank alemão. Essas consultas *não* entravam nos relatórios feitos ao Conselho do Federal Reserve em Washington.[11] Além disso, o Federal Reserve Bank de Nova York e o Banco da Inglaterra mantinham-se sempre próximos por meio de uma troca semanal de telegramas.

Como afirmou Charles Rist, eminente economista francês que representou o Banco da França em algumas das importantes conferências dos Bancos Centrais:

> A ideia de cooperação entre os bancos centrais de diversos países a fim de chegar a uma política monetária comum nasceu logo depois da guerra. Antes disso, essa cooperação havia sido apenas excepcional e esporádica.[12]

Já em 1916 Strong havia iniciado relações por correspondência privada com o Banco da Inglaterra, e também com outros bancos centrais europeus. No verão de 1919, Strong já contemplava uma conferência secreta de banqueiros centrais, e, mais ainda, já preocupado porque as taxas de juros americanas eram mais altas do que as britânicas, e pensava em combinações com o Banco da Inglaterra que remediassem essa condição, prenunciando assim os acordos posteriores de causar inflação nos Estados Unidos para ajudar a Grã-Bretanha.[13] Em novembro de 1921, Strong ofereceu a Norman um esquema para a estabilização do dólar, no qual o Federal Reserve emprestaria dólares à Inglaterra, à Holanda, à Escandinávia,

[11] Lawrence E. Clark, *Central Banking Under the Federal Reserve System* (Nova York: Macmillan, 1935), pp. 310ss.

[12] Charles Rist, "Notice Biographique", *Revue d'Économie Politique* (novembro–dezembro de 1955): 1005. (Tradução minha.)

[13] Lester V. Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1958), pp. 147–49.

ao Japão e à Suíça; Norman, porém, recusou a proposta.[14]

Em 1925, ano em que a Grã-Bretanha retornou ao padrão ouro, os Estados Unidos ajudaram-na enormemente. Uma medida direta foi a oferta do Federal Reserve Bank de Nova York à Grã-Bretanha de uma linha de crédito para ouro de até US$ 200 milhões.[15] Ao mesmo tempo, a J. P. Morgan and Company autorizaram um crédito similar de US$ 100 milhões ao governo britânico, empréstimo esse que teria sido subsidiado (se algum dia fosse usado) pelo Federal Reserve. Ambos os empréstimos foram preparados por Strong e por Norman no começo de janeiro de 1925, e foram calorosamente aprovados por Mellon, secretário do Tesouro, pelo governador Crissinaer, e, unanimemente, pelo Conselho do Federal Reserve.[16] Linhas similares de crédito foram oferecidas para reforçar os bancos centrais da Bélgica (US$ 10 milhões em 1926), da Polônia (US$ 5 milhões em 1927) e da Itália (US$ 15 milhões em 1927).

Mais insidioso e prejudicial foi ajudar a Grã-Bretanha causando inflação nos EUA. A expansão de 1924 nos Estados Unidos foi muito mais do que uma coincidência com os preparativos da Grã-Bretanha para retornar ao ouro. Afinal, a libra esterlina havia caído para US$ 4,44 em meados de 1922, e em meados de 1924 ela estava em condição bem pior, a US$ 4,34. Àquela altura, houve uma virada decisiva. Os preços americanos começaram a subir [por causa da inflação americana]. (...) Nos mercados de câmbio, havia a expectativa de um retorno ao ouro na antiga paridade. O câmbio libra-dólar subiu de US$ 4,34 para US$ 4,78. Na primavera de 1925, portanto, julgava-se que o ajuste entre os preços da libra e do ouro estava suficientemente próximo para justificar que se retomassem os pagamentos em ouro na antiga paridade.[17]

[14] Sir Henry Clay, *Lord Norman* (Londres: Macmillan, 1957), pp. 140–41.

[15] Oscar T. Crosby, antigo secretário-assistente do Tesouro, argutamente atacou esse crédito à época, dizendo que ele estabelecia um perigoso precedente para os empréstimos intragovernamentais. *Commercial and Financial Chronicle* (9 de maio de 1925): 2537ss.

[16] O crédito da Morgan aparentemente foi instigado por Strong. Ver Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, pp. 284ss., 308ss., 312ss. As relações entre o Fed de Nova York e a Casa Morgan eram muito íntimas ao longo desse período. Strong havia trabalhado junto aos interesses da Morgan antes de assumir seu posto no Federal Reserve. Portanto, é significativo que "J. P. Morgan and Company têm sido os agentes fiscais de governos estrangeiros neste país e tiveram 'íntimos acordos operacionais' com o Federal Reserve Bank de Nova York". Clark, *Central Banking Under the Federal Reserve System*, p. 329. A J. P. Morgan era, em particular, agente do Banco da Inglaterra. Ver também Rist, "Notice Biographique". Contudo, é preciso dar à Morgan o crédito por ter-se recusado a seguir um esquema de Strong e de Norman de emprestar dinheiro ao governo belga, a fim de levar a taxa de câmbio a um nível supervalorizado, e assim subsidiar políticas inflacionárias belgas.

[17] Robbins, *The Great Depression*, p. 80.

Fica claro que esse resultado foi causado deliberadamente por meio da expansão de crédito nos EUA a partir de uma carta de Strong para Mellon na primavera de 1924, que delineava a necessidade de subir os níveis de preços americanos em relação aos da Grã-Bretanha, e de reduzir as taxas de juros americanas a fim de permitir que a Grã-Bretanha voltasse ao ouro, porque níveis mais elevados de preços nos EUA desviariam os saldos de comércio exterior dos Estados Unidos para a Inglaterra, enquanto as taxas de juros mais baixas, analogamente, desviaram os saldos de capital. Como as taxas de juros mais baixas são um resultado mais imediato da expansão do crédito, elas receberam mais atenção. Strong concluiu sua carta da seguinte maneira:

> o ônus desse reajuste tem de recair mais amplamente sobre nós do que sobre eles [a Grã-Bretanha]. Será mais difícil, política e socialmente, pedir ao governo britânico e ao Banco da Inglaterra que enfrentem uma liquidação de preços na Inglaterra... diante do fato de que seu comércio é pouco e que eles têm mais de um milhão de desempregados recebendo assistência.[18]

Está claro que, ao fim de 1924, o mercado de câmbio viu que os Estados Unidos estavam causando inflação a fim de ajudar a Grã-Bretanha, e, antecipando o sucesso, subiram a libra quase até seu valor nominal de antes da guerra – apreciação essa que foi causada pela ação do governo e não por realidades econômicas fundamentais. O Federal Reserve certamente manteve sua parte nessa barganha deveras unilateral. Se ao longo de 1922 e de 1923 a taxa de juros sobre notas em Nova York ficou acima da taxa em Londres, o Federal Reserve conseguiu empurrar essas taxas abaixo daquelas de Londres em meados de 1924. O resultado foi que o influxo de ouro para os Estados Unidos, 40% do qual vinha da Grã-Bretanha, foi por algum tempo freado.[19] Como vimos, os empréstimos estrangeiros dos EUA também foram fortemente estimulados, assim fornecendo à Europa fundos de prazo mais longo.

Medidas inflacionárias para ajudar governos estrangeiros também incentivaram as exportações agrícolas, já que os países estrangeiros agora podiam expandir suas compras de produtos agrícolas americanos. Os preços de produtos agrícolas subiram na segunda metade de 1924, e o valor das exportações agrícolas subiu mais de 20% em 1923–1924 para 1924–1925.

---

[18] Carta de Strong para Mellon, 27 de maio de 1924. Citada em Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, pp. 283–84, 293ss.

[19] Ver Benjamin H. Beckhart, "Federal Reserve Policy and the Money Market, 1923–1931", em *The New York Money Market*, vol. 4, p. 45.

Contudo, apesar de toda a ajuda, não podemos dizer que o setor agrícola tenha se beneficiado particularmente das políticas econômicas exteriores da década de 1920 como um todo, uma vez que a tarifa protecionista prejudicava a demanda estrangeira por produtos americanos.

Em vez de ser gratos aos EUA por sua política monetária, a Europa choramingou o tempo inteiro durante a década de 1920 porque a inflação americana não era o bastante. Mesmo na íntima parceria entre Norman e Strong, fica claro que, sobretudo nos primeiros anos, Norman tentava repetidamente levar Strong a uma postura mais inflacionária. Na era 1919–1920, antes de a política inflacionária conjunta começar, Basil Blackett, colega de Norman no Tesouro, instou Strong a deixar os preços americanos "subir mais um pouquinho" – e isso no meio de um *boom* nos Estados Unidos do pós-guerra. Posteriormente, os britânicos instaram os EUA a afrouxar as condições do crédito, mas Strong passou esse período inicial deveras relutante.

Em fevereiro de 1922, Norman louvou a política de crédito fácil nos Estados Unidos durante os meses anteriores, e instou a uma nova queda inflacionária nas taxas de juros que fosse ao encontro da crescente expansão do crédito na Grã-Bretanha. Naquele momento, Strong recusou-se a inflacionar mais, e Norman continuou a castigar Strong em 1922 e em 1923 com expressões de desgosto porque os Estados Unidos não expandiam o crédito. Mas, em 1924, com a ajuda do canto de sereia da volta da Grã-Bretanha ao "padrão ouro" e por uma leve recessão doméstica, Strong capitulou, e assim em outubro Norman descontraidamente dizia a Strong: "Você tem de continuar com o dinheiro fácil e com os empréstimos estrangeiros e temos de ficar firmes até sabermos... qual será a política deste país"[20]. E, mesmo assim, Norman não ficou inteiramente satisfeito com seu servo americano. Em privado, ele se uniu à opinião europeia geral, que criticava os Estados Unidos por ter violado as supostas "regras do jogo do padrão ouro", ao não inflar numa proporção múltipla à do ouro que corria para seus cofres.[21]

Esse argumento padrão, contudo, traz uma concepção inteiramente equivocada do papel e da função do padrão ouro e da responsabilidade do governo que o adota. O padrão ouro não é uma espécie de "jogo" a ser jogado por diversos países de acordo com "regras" míticas. O ouro é simplesmente o meio monetário, e o dever do governo é deixar que as pessoas

---

[20] Carta de Norman para Strong, 16 de outubro de 1924. Citada em Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, p. 302.

[21] Carta de Norman para Hjalmar Schacht, 28 de dezembro de 1926. Citada em Clay, *Lord Norman*, p. 224.

tenham a liberdade de fazer com o ouro aquilo que quiserem. Segue-se portanto o dever de não inflar a reserva monetária além do estoque de ouro, e de não estimular nem incentivar essa inflação. Se a oferta monetária já está inflada, é responsabilidade do governo pelo menos não inflá-la *ainda mais*. Se o dinheiro deve ser deflacionado até voltar ao nível do ouro é uma questão mais complexa, que não nos cabe discutir aqui. Se o ouro entra num país, o governo deveria aproveitar a oportunidade de elevar as proporções de depósitos em ouro, e assim reduzir a proporção de moeda falsificada na oferta monetária da nação. Os países "perdem ouro" (como a fuga é voluntária, a "perda" não é verdadeira) em consequência de políticas inflacionárias dos governos. Essas políticas levam a fortes gastos domésticos no exterior (necessariamente em ouro) e desincentivam as exportações da nação. Se os países europeus não gostavam de perder ouro para os Estados Unidos, seus governos deveriam ter contraído a oferta monetária em vez de inflacioná-la. Certamente é absurdo, ainda que conveniente, colocar a culpa pelas consequências das políticas insustentáveis de um governo nas políticas relativamente mais sólidas de *outro* governo.

A nobreza do objetivo americano de ajudar a Europa a retornar ao padrão ouro torna-se ainda mais questionável quando se percebe que a Europa *nunca* voltou ao padrão ouro pleno. Em vez disso, ela adotou um padrão de "barras de ouro", que proibia a cunhagem de moedas de ouro, restringindo assim a conversibilidade de pesadas barras, adequadas apenas a grandes transações internacionais. Muitas vezes ela escolheu um padrão "câmbio-ouro", em que um país mantenha suas reservas não em ouro, mas numa moeda "forte", como o dólar. Assim, ela só resgata suas unidades monetárias na moeda mais forte do outro país. Claro está que esse sistema permite uma "pirâmide" internacional da inflação a partir do estoque de ouro do mundo. Tanto no padrão ouro-em-barras quanto no padrão câmbio-ouro, a moeda é na prática fiduciária de curso forçado, já que as pessoas são *de facto* proibidas de usar o ouro como meio de troca. O uso do termo "padrão ouro" por governos estrangeiros na década de 1920 era portanto mais uma fraude do que qualquer outra coisa. Era uma tentativa de atrair para o governo o prestígio de adotar o padrão ouro, ao mesmo tempo em que esse governo não se prendia às limitações e às exigências desse padrão. A Grã-Bretanha, no fim da década de 1920, adotava um padrão de ouro-em-barras, e a maioria dos demais "países do padrão-ouro" seguia o padrão câmbio-ouro, mantendo seus títulos em ouro em Londres ou em Nova York. A posição britânica, por sua vez, dependia dos recursos e das linhas de crédito americanas, porque só os Estados Unidos seguiam o verdadeiro padrão-ouro.

Assim, a íntima colaboração internacional de bancos centrais da década de 1920 criou uma era de prosperidade aparentemente sólida que

mascarava uma perigosa inflação mundial. Como declarou o Doutor Palyi, "O padrão ouro da Nova Era era controlado o bastante para permitir o alongamento e a sustentação artificiais do *boom*, mas era também automático o bastante para que seu colapso chegasse inevitavelmente."[22] O padrão anterior à guerra, observa Palyi, era autônomo; o novo padrão ouro se baseava na cooperação política dos bancos centrais, que "impacientemente mantinham um volume de fluxo de crédito sem dar atenção a seus resultados econômicos". E o Doutor Hardy concluiu, com justiça: "A cooperação internacional para a manutenção do padrão ouro... é a manutenção de uma política de dinheiro barato sem que haja perda de ouro."[23]

A fonte e a inspiração do mundo financeiro da década de 1920 era a Grã-Bretanha. Foi o governo britânico que concebeu o sistema de cooperação entre os Bancos Centrais, e que convenceu os Estados Unidos a segui-lo. A Grã-Bretanha deu origem a essa política como meio de fugir (temporariamente) a seus dilemas econômicos, ainda que a proclamasse em nome da "reconstrução humanitária". A Inglaterra, assim como os Estados Unidos, também usou o crédito barato para fazer amplos empréstimos à Europa continental e desse modo promover seu próprio mercado decadente de exportações, aleijado pelos altos custos impostos pelos salários excessivos dos sindicatos.

Além disso, a Grã-Bretanha convenceu outros países estrangeiros a adotar o padrão câmbio-ouro a fim de promover o seu próprio "imperialismo econômico", isso é, de incentivar as exportações britânicas para o continente induzindo outros países a retornar ao ouro a taxas supervalorizadas. Se outros países supervalorizassem suas moedas em relação à libra esterlina, então as exportações britânicas poderiam ser estimuladas. Se os outros países supervalorizassem suas moedas frente à libra esterlina, então as exportações britânicas seriam estimuladas. (A Grã-Bretanha não mostrou grande preocupação com o fato de que sua atitude prejudicaria as exportações do continente.) O padrão câmbio-ouro, inflacionário e abortivo, permitiu que os países retornassem ao ouro (ao menos nominalmente) mais cedo e a uma taxa de câmbio mais alta do que aquela que outros meios teriam permitido.[24] Outros países foram pressionados pela

[22] Melchior Palyi, "The Meaning of the Gold Standard", *Journal of Business* (julho de 1941): 300–01. Ver também Aldrich, *The Causes of the Present Depression and Possible Remedies*, pp. 10–11.

[23] Palyi, "The Meaning of the Gold Standard", p. 304; Charles O. Hardy, *Credit Policies of the Federal Reserve System* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1932), pp. 113–17.

[24] "A facilidade com que se pode instituir um padrão câmbio-ouro, especialmente com moeda emprestada, levou muitas nações na década passada a "estabilizar"... a uma taxa alta demais." H. Parker Willis, "The Breakdown of the Gold Exchange Standard and Its Financial Imperialism", *The Annalist* (16 de outubro de 1931): 626s. Sobre o padrão câmbio-ouro, ver também William Adams Brown, Jr.

Grã-Bretanha a permanecer no padrão ouro-em-barras, como ela estava, em vez de ir adiante e restaurar um padrão-ouro pleno. A fim de cooperar com a inflação internacional, era necessário impedir a circulação doméstica do ouro, entesourando-o nos cofres dos bancos centrais. Como escreveu o Doutor Brown:

> Em certos países, a relutância em adotar o padrão ouro-em--barras era tão grande que alguma pressão exterior foi necessária para que ela fosse superada (...) isso é, fortes argumentos por parte do Banco da Inglaterra de que essa ação contribuiria para o sucesso geral do esforço de estabilização como um todo. Sem a pressão informal (...) diversos esforços para retornar em um passo ao padrão ouro pleno sem dúvida teriam sido dados.[25]

Um exemplo importante dessa pressão, que também contou com a força de Benjamin Strong, ocorreu na primavera de 1926, quando Norman induziu Strong a apoiá-lo na firme oposição ao plano de Sir Basil Blackett de estabelecer um padrão de ouro-em-moedas pleno na Índia. Strong chegou a dar-se ao trabalho de viajar à Inglaterra para dar seu testemunho contra a medida, e teve o apoio de Andrew Mellon e a assessoria dos economistas Oliver M. W. Sprague, de Harvard, de Jacob Hollander, de Johns Hopkins, e de Randolph Burgess e de Robert Warren, do New York Reserve Bank. Os especialistas americanos avisaram que a contínua fuga do ouro para a Índia provocaria deflação em outros países (isso é, revelaria sua superinflação), e sugeriram a adoção do padrão câmbio-ouro e a "economia" doméstica do ouro (isso é, economizar para expandir o crédito). Além disso, eles insistiram que a Índia criasse mais instalações bancárias e de bancos centrais (isso é, mais inflação na Índia), e defenderam que a Índia mantivesse seu padrão prata para que os interesses em prata americanos não fossem perturbados em caso de a Índia abandonar a prata e assim reduzir seu preço no mercado mundial.[26]

Norman agradeceu a seu amigo Strong por ter ajudado a derrotar o plano Blackett para um padrão ouro pleno na Índia. Diante das obje-

---

The International Gold Standard Reinterpreted, 1914–1934 (Nova York: National Bureau of Economic Research, 1940), vol. 2, pp. 732–749.

[25] William Adamns Brown, Jr., *The International Gold Standard Reinterpreted, 1914–1934* (Nova York: National Bureau of Economic Research, 1940), vol. 1, p. 355.

[26] Com isso não pretendemos endossar o Plano Blackett por inteiro, que também previa que os governos dos Estados Unidos e da Inglaterra fizessem um empréstimo de £ 100 milhões à Índia. Ver Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, pp. 356ss.

ções de alguns membros do Conselho do Federal Reserve à interferência de Strong em questões puramente estrangeiras, o formidável secretário Mellon encerrou a discussão dizendo que havia pedido pessoalmente a Strong que fosse à Inglaterra dar seu testemunho.

O doutor Hjalmar Shacht tem grande mérito por, além de opor-se a nossos empréstimos imorais aos governos locais da Alemanha, também criticou severamente o novo modelo de padrão ouro. Schacht em vão clamou por um retorno ao verdadeiro padrão ouro de antigamente, em que as exportações de capital eram financiadas pela poupança voluntária genuína, e não pelo crédito bancário fiduciário de curso forçado.[27]

Uma visão cáustica mas perspicaz do imperialismo financeiro da Grã-Bretanha na década de 1920 foi expressada na seguinte entrada do diário de Emile Moreau, presidente do Banco da França:

> A Inglaterra, tendo sido o primeiro país europeu a restabelecer uma moeda estável e segura, usou essa vantagem para estabelecer uma base para colocar a Europa sob uma verdadeira dominação financeira. O Comitê Financeiro [da Liga das Nações] em Genebra foi o instrumento dessa política. Seu método consiste em forçar todos os países em dificuldades monetárias a submeter-se ao Comitê de Genebra, que está sob controle britânico. Os remédios prescritos sempre envolvem a instalação no banco central de um supervisor estrangeiro que é britânico ou escolhido pelo Banco da Inglaterra, e o depósito de parte da reserva do banco central no Banco da Inglaterra, o que serve tanto para fortalecer a libra quanto para fortalecer a influência britânica. A fim de prevenir-se contra qualquer dificuldade eles tomam o cuidado de assegurar a cooperação do Federal Reserve Bank de Nova York. Além disso, eles passam aos Estados Unidos a tarefa de fazer alguns dos empréstimos estrangeiros se eles parecerem pesados demais, mas eles sempre mantêm, nessas operações, a vantagem política.

Assim, a Inglaterra está completa ou parcialmente entrincheirada na Áustria, na Hungria, na Bélgica, na Noruega e na Itália. Ela está se entrincheirando agora na Grécia e em Portugal... As moedas [da Europa] ficarão divididas em duas classes. As de primeira classe, o dólar e a libra, baseadas em ouro, e as de segunda classe, baseadas na libra e no dólar – com parte de suas reservas em ouro em poder do Banco da Inglaterra e do Federal Reserve Bank de Nova York, essas moedas terão perdido sua independên-

[27] Ver Beckhart, “The Basis of Money Market Funds”, p. 61.

cia.[28]

Os motivos da inflação americana de 1924, então, foram a ajuda à Grã--Bretanha, ao setor agrícola e, de passagem, aos banqueiros de investimento, e, por fim, a ajuda a reeleger o governo nas eleições de 1924. As famosas palavras do presidente Coolidge sobre a segurança das taxas baixas de desconto tipificavam o fim político em vista. E certamente a inflação foi incentivada pela existência de uma branda recessão em 1923–1924, durante a qual a economia estava tentando se ajustar à inflação anterior de 1922. Inicialmente, a expansão de 1924 atingiu o objetivo premeditado – o influxo de ouro para os Estados Unidos foi substituído por uma fuga do ouro, os preços americanos subiram, os empréstimos estrangeiros foram estimulados, e o presidente Coolidge teve uma reeleição triunfal. Logo, porém, com a exceção da reeleição, os efeitos da expansão dissiparam-se, e os preços nos Estados Unidos voltaram a cair, o ouro voltou a entrar com força etc. Os preços dos produtos agrícolas americanos, que haviam subido de um índice de 100 em 1924 para 110 no ano seguinte, caíram de volta para 100 em 1926. As exportações de produtos agrícolas e alimentícios, que haviam atingido um pico em 1925, também caíram violentamente no ano seguinte. Em suma, a economia americana entrou em outra recessão branda no outono de 1926, que continuou em 1927. A Inglaterra estava particularmente em apuros, viciada em crédito barato, e sofrendo de desemprego crônico e de contínuas fugas de ouro. Mas a Grã-Bretanha insistiu em continuar sua política de dinheiro barato e de expansão do crédito – por insistência do governo britânico, e não de seus banqueiros privados.[29]

O problema imediato da Grã-Bretanha vinha diretamente de sua insistência em manter o dinheiro barato. O Banco da Inglaterra havia reduzido sua taxa de descontos de 5% para 4,5% em abril de 1927, numa vã tentativa de estimular a indústria britânica.[30] Isso enfraqueceu ainda mais a libra

---

[28] Entrada de 6 de fevereiro de 1928. Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, pp. 379–80. Contudo, Norman não insistiu no controle por parte da Liga das Nações quando ele e Strong concordaram, em dezembro de 1927, em financiar a estabilização da lira italiana, ao oferecer conjuntamente um crédito de US$ 75 milhões do Banco da Itália (US$ 30 milhões do Federal Reserve Bank de Nova York), junto com um crédito de US$ 25 milhões da Morgan, e mais um empréstimo de igual valor feito por banqueiros privados em Londres. O Conselho do Federal Reserve, assim como o secretário Mellon, aprovaram esses subsídios. Ibid., p. 388.

[29] Ver Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare* (Nova York: D. Van Nostrand, 1949), p. 167.

[30] Durante o outono de 1925, Norman também tinha reduzido a Taxa Bancária. Àquela época, Strong o criticara, e também foi levado pelo *boom* americano a elevar as taxas de desconto domésticas. Em dezembro, a Taxa Bancária britânica foi elevada de volta ao nível anterior.

esterlina, e a Grã-Bretanha perdeu US$ 11 milhões de dólares em ouro durante os dois meses seguintes, e o Banco da França, na posição de um forte credor, tentou resgatar suas libras em ouro.[31] Em vez de restringir o crédito e de elevar fortemente as taxas de juros para enfrentar essa fuga do ouro, como ditavam os cânones de uma política monetária austera, a Grã-Bretanha foi atrás de seu velho parceiro inflacionário, o Federal Reserve System. O cenário outra vez estava claramente preparado, segundo a lógica dos gerentes monetários americanos e ingleses, para outra grande dose de expansão do crédito nos Estados Unidos.

Assim, o presidente Montagu Norman, o Mefistófeles da inflação da década de 1920, reuniu-se com Strong e com Moreau, do Banco da França, em Paris. Ele pressionou o Banco da França de diversas maneiras em 1927 para que ele não resgatasse por ouro seus saldos em libras esterlinas – saldos, que, afinal, pouca utilidade tinham para os franceses.[32] Norman também tentou induzir os franceses a causarem eles mesmos alguma inflação, mas Moreau não era um Benjamin Strong. Em vez disso, ele não só permaneceu firme, como ainda insistiu que Norman permitisse que a perda de ouro por parte da Inglaterra levasse à restrição do crédito e à elevação das taxas de juros em Londres (freando assim a compra de francos pela Grã-Bretanha). Norman, porém, estava comprometido com sua política de dinheiro barato.

Strong, por outro lado, correu para ajudar a Inglaterra. Numa tentativa de estimular a libra esterlina, ele usou o ouro americano para diminuir o ágio sobre o ouro na Inglaterra e também comprou algumas notas de libras para ajudar seu aliado. E, além disso, Strong e Norman organizaram a famosa conferência de bancos centrais em julho de 1927 em Nova York. A conferência aconteceu em privado, e contou com Norman, com Strong e com representantes do Banco da França e do Reichsbank alemão: respectivamente, o vice-presidente Charles Rist, e o doutor Schacht. Strong dirigiu o lado americano com mão de ferro, e chegou até a recusar-se a permitir que o senhor Gates McGarrah, presidente do Conselho do Federal Reserve Bank de Nova York, participasse do encontro. O Conselho do Federal Reserve em Washington não pôde tomar conhecimento de nada, só podendo receber uma breve visita de cortesia dos distintos convidados. A conferência aconteceu nas propriedades de Long Island de Ogden Mills, subsecretário do Tesouro, e da senhora Ruth Pratt, da rica família

---

[31] Boa parte dos saldos em libras foram acumulados como resultado de uma forte expansão do crédito britânico em 1926.

[32] O Banco da França havia adquirido esses saldos em sua luta para estabilizar o franco a uma taxa excessivamente *baixa*, mas ainda sem declarar a conversibilidade em ouro. O último passo foi enfim dado em junho de 1928.

dona da Standard Oil.

Norman e Strong tentaram com todas as forças induzir Rist e Schacht a seguir o plano de uma inflação geral em quatro países, mas eles vigorosamente se recusaram. Schacht continuou sua determinada oposição à inflação e ao dinheiro artificialmente barateado, expressando sua preocupação com a tendência inflacionária. Rist também apresentou suas objeções, e ambos voltaram para suas casas. Rist concordou, porém, em comprar ouro de Nova York e não de Londres, aliviando assim a pressão sobre o Banco da Inglaterra para resgatar suas obrigações. O Reserve Bank de Nova York, por sua vez, concordou em oferecer à França ouro a uma taxa subsidiada: ao mesmo preço da Inglaterra, apesar dos maiores custos de transporte.

Tendo alongado sua estadia para forjar seu pacto inflacionário, Norman e Strong concordaram em iniciar uma vasta onda inflacionária nos Estados Unidos, reduzindo as taxas de juros e expandido o crédito – acordo esse que, segundo Rist, foi concluído antes mesmo de a conferência das quatro potências sequer ter começado. Strong tinha brincado com Rist, dizendo que ia dar "um golinho de uísque para a bolsa de valores"[33]. Strong também concordou em comprar mais US$ 60 milhões em libras esterlinas do Banco da Inglaterra.

A imprensa britânica ficou felicíssima com esse fruto da leal amizade entre Norman e Strong, e cobriu Strong de elogios. Já em meados de 1926, *The Banker*, influente revista inglesa, disse que não existia "melhor amigo da Inglaterra" do que Strong, e louvou "a energia e a habilidade que dedicou em serviço da Inglaterra", exultando que "seu nome deveria ser associado com o do senhor [Walter Hines] Page como amigo da Inglaterra na hora de sua maior necessidade."[34]

Em resposta ao acordo, o Federal Reserve imediatamente causou um grande surto de inflação e de crédito barato na segunda metade de 1927. A Tabela 8 mostra que a taxa de aumento das reservas bancárias foi a maior da década de 1920, sobretudo por causa das compras em mercado aberto de títulos do governo e de aceitações bancárias. As taxas de redesconto

[33] Rist, "Notice Biographique", pp. 1006ss.

[34] Ver Clark, *Central Banking Under The Federal Reserve System*, p. 315. O elogio de Paul Warburg a Strong foi ainda mais generoso. Warburg saudou Strong como o pioneiro e abridor de caminhos que "fundiu os bancos centrais num grupo íntimo". Em sua conclusão, ele disse que "os membros do American Acceptance Council o recordariam com ternura". Paul M. Warburg, *The Federal Reserve System* (Nova York: Macmillan, 1930), vol. 2, p. 870.
No outono de 1926, um grande banqueiro admitiu que consequências negativas viriam da política de dinheiro barato, mas disse: "não há como evitar isso. É o preço que temos de pagar para ajudar a Europa." H. Parker Willis, "The Failure of the Federal Reserve", *North American Review* (1929): 553.

também foram reduzidas. O Federal Reserve Bank de Chicago, que não estava sob o domínio do Banco da Inglaterra, resistiu bravamente a reduzir sua taxa, mas foi forçado a fazê-lo em setembro pelo Conselho do Federal Reserve. O *Chicago Tribune* iradamente clamou pela demissão de Strong, afirmando que as taxas de desconto estavam sendo reduzidas para servir aos interesses da Grã-Bretanha. Strong disse aos Reserve Banks regionais que o novo surto de dinheiro barato tinha como objetivo ajudar o setor agrícola e não a Inglaterra, e foi essa a razão proclamada pelo primeiro banco a reduzir sua taxa de desconto – não o de Nova York, mas o de Kansas City. O Kansas City Bank tinha sido escolhido por Strong para dar um sabor o mais "americano" possível a todo o procedimento. O governador Bailey, do Kansas City Bank, sequer suspeitava que a motivação para a nova política era ajudar à Grã-Bretanha, e Strong não fez o menor esforço para esclarecê-lo.[35]

Talvez o maior crítico das políticas inflacionárias no governo Coolidge tenha sido o secretário Hoover, que em privado fez o que podia para frear a inflação a partir de 1924, chegando mesmo ao ponto de acusar Strong de ser um "anexo mental da Europa". Hoover foi vencido por Strong, Coolidge e Mellon, sendo que este último acusou Hoover de "alarmismo" e de interferência. Mellon foi o maior defensor de Strong no governo ao longo de todo esse período. Infelizmente para os acontecimentos posteriores, Hoover– como a maior parte dos críticos acadêmicos de Strong – atacou apenas a expansão de crédito *para o mercado de ações* e não a expansão em si mesma.

Não há melhor descrição das razões dos métodos ardilosos e secretos de Strong, assim como os motivos de suas políticas inflacionárias, do que aquela que aparece neste memorando privado de um membro da equipe de Strong. Na primavera de 1928, Strong rejeitou firmemente a ideia de uma conferência aberta e formal dos bancos centrais do mundo, e, nas palavras de seu assistente:

> Ele [Strong] tinha a obrigação de considerar o ponto de vista do povo americano, que decidira manter o país fora da Liga das Nações a fim de evitar a interferência de outras nações em seus assuntos domésticos, e que seriam igualmente contrários a que os chefes de seu banco central participassem de alguma conferência ou organização dos bancos mundiais relevantes... Para ilustrar o quão perigosa pode se tornar essa posição no

[35] Ver Anderson, *Economics and the Public Welfare*, pp. 182–83; Beckhart, "Federal Reserve Policy and the Money Market", pp. 67ff.; e Clark, *Central Banking Under the Federal Reserve System*, p. 314.

> futuro, como resultado das decisões a que se chegou no momento presente, e a facilidade com que a opinião pública ou política poderia inflamar-se quando os resultados de decisões passadas tornarem-se evidentes, o governador Strong citou os protestos contra os excessos especulativos a que a bolsa de valores de Nova York vem se entregando... Ele disse que muito poucas pessoas de fato percebem que agora estamos pagando o preço da decisão, tomada ainda em 1924, de ajudar o resto do mundo a retornar a uma base monetária e financeira mais sólida.[36]

Em suma, em nossa pretensa democracia, se o povo pudesse ter ideia das transações feitas em seu nome, e dos preços que depois foram forçados a pagar, ele se revoltaria em fúria. Melhor deixar o povo na ignorância. Essa, é claro, é a atitude comum de todo burocrata no poder. Mas há ainda a questão fundamental que isso levanta para a própria democracia: como pode o povo decidir a respeito das questões, ou julgar seus supostos representantes, se estes insistem em esconder do povo informações essenciais?

Além disso, nem mesmo Strong havia percebido o tamanho do preço que o público americano seria forçado a pagar em 1929. Ele morreu antes que a crise chegasse. Se o público ao menos tivesse conhecido a verdade das ações de Strong e de suas consequências, talvez, durante a depressão, ele tivesse "se inflamado" contra a intervenção inflacionária do governo, e não contra o sistema capitalista.

Após ter gerado a inflação de 1927, o Federal Reserve Bank de Nova York, pelos dois anos seguintes, comprou pesadamente notas comerciais de primeira linha de países estrangeiros, notas endossadas por bancos centrais estrangeiros. O propósito era estimular as moedas estrangeiras, e impedir um influxo de ouro para os Estados Unidos. O Federal Reserve Bank de Nova York descreveu essa política com toda a franqueza:

> Queremos apoiar o câmbio com nossas compras, e assim não apenas impedir a retirada de novas quantidades de ouro da Europa, como também, ao melhorar a posição do câmbio estrangeiro, melhorar ou estabilizar a capacidade europeia de comprar nossas exportações.

Essas decisões foram tomadas pelo Federal Reserve Bank de Nova York sozinho, e as notas estrangeiras foram depois distribuídas *pro rata* para os

---

[36] De O. Ernest Moorte para Sir Arthur Salter, 25 de maio de 1928. Citado em Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, pp. 280–81.

outros Reserve Banks.[37]

Se o Federal Reserve Bank de Nova York era o principal gerador de inflação e de crédito barato, o Tesouro também fez sua parte. Já em março de 1927, o secretário Mellon assegurava a todos que "uma fonte abundante de dinheiro fácil" estava disponível – e, em janeiro de 1928, o Tesouro anunciou que amortizaria um Liberty Bond de 4,25%, que venceria em setembro, em notas de 3,5%.[38]

Outra vez, a política inflacionária teve um sucesso temporário na consecução de seus objetivos. A libra esterlina foi fortalecida, o influxo de ouro para os Estados Unidos foi amplamente invertido, e o ouro passou a fluir para fora. Os preços dos produtos agrícolas subiram de 99 em 1927 para 106 no ano seguinte. As exportações agrícolas e alimentícias cresceram rapidamente, e os empréstimos estrangeiros, estimulados, atingiram novos cumes, chegando ao pico em meados de 1928.[39] Mas, no verão de 1928, a libra esterlina voltou a fraquejar. Os preços agrícolas tiveram uma leve queda em 1929, e o valor das exportações agrícolas também caiu no mesmo ano. Os empréstimos estrangeiros despencaram, porque fundos tanto domésticos quanto estrangeiros jorravam no florescente mercado de ações americano. As taxas de juros mais altas, causadas pelo *boom*, não poderiam mais ficar abaixo das da Europa, a menos que o FRS estivesse disposto a continuar inflacionando, talvez numa taxa acelerada. Em vez disso, como veremos a seguir, ele tentou conter o *boom*. O resultado foi que os fundos foram atraídos para os Estados Unidos e, em meados de 1928, o ouro começou a refluir novamente do estrangeiro. E, a essa altura, a Inglaterra tinha voltado aos apuros que já conhecia, só que agora muito mais agravados do que antes.

Aproxima-se a crise

Esse era o momento em que ocorria a fase final do grande *boom* americano, puxado pelo mercado de ações. Se um empréstimo para o mercado

[37] Clark, *Central Banking Under the Federal Reserve System*, p. 198. Também vimos que notas de libras foram compradas em quantidades consideráveis em 1927 e em 1929.

[38] Ver Harold L. Reed, *Federal Reserve Policy, 1921–1930* (Nova York: McGraw–Hill, 1930), p. 32.

[39] Clark observa que o crédito barato teve sucesso particularmente em ajudar os bancos de financeiros e de investimentos, assim como os interesses especulativos aos quais Strong e seus colegas estavam associados. Clark, *Central Banking Under the Federal Reserve System*, p. 344.

de ações não é mais inflacionário do que qualquer outro tipo de empréstimo à economia, ele é igualmente inflacionário, e portanto a expansão do crédito no mercado de ações é tão digno de censura, e do mesmo tipo de censura, que qualquer outra quantidade de crédito inflacionado. Daí o ardiloso efeito inflacionário das declarações de 1927 de Coolidge e de Mellon, que eram os "*capeadores*" da alta do mercado. Também vimos que o Federal Reserve Bank de Nova York efetivamente estabelecia as taxas de empréstimos em conta margem para o mercado de ações, em cooperação com o comitê monetário da Bolsa de Valores de Nova York: sua política consistia em poder oferecer quaisquer fundos que fossem necessários para que os bancos pudessem prontamente fazer empréstimos ao mercado. O Federal Reserve Bank de Nova York, em suma, usou os bancos de Wall Street para derramar fundos no mercado de ações. A taxa de empréstimos para conta margem, como vimos, ficou muito abaixo dos níveis médios e dos picos de antes da guerra.

Preocupado com o crescimento do *boom*, e com o aumento de 20% dos preços das ações na segunda metade de 1927, o Fed inverteu sua política na primavera de 1928, e tentou conter o *boom*. Do fim de dezembro de 1927 ao fim de julho de 1928, o Federal Reserve reduziu o total de reservas em R$261 milhões. Até o fim de junho, o total de depósitos à vista de todos os bancos caiu US$ 471 milhões. Contudo, os bancos conseguiram passar para os depósitos a prazo e até fazer uma compensação excessiva, elevando-os em US$ 1,15 bilhão. O resultado foi que a oferta monetária ainda subiu R$ 1,51 bilhão na primeira metade de 1928, mas esse aumento foi relativamente moderado. (Foi um aumento de 4,4% por ano na última metade de 1927, em comparação com um aumento de 8,1% por ano na última metade de 1927, quando a oferta monetária subiu US$ 2,70 bilhões.) Uma contração mais forte por parte do Federal Reserve – aplicada, por exemplo, por meio de uma taxa "de penalidade" de desconto nos empréstimos do Federal Reserve aos bancos – teria encerrado o *boom* e levado a uma depressão muito mais branda do que aquela que enfim aconteceu. De fato, foi só em maio que a contração nas reservas teve efeito, porque até então a redução no crédito do Federal Reserve mal conseguia vencer o retorno sazonal da moeda da circulação. Assim, as restrições do Federal Reserve só seguraram o *boom* entre maio e julho.

Porém, mesmo assim, as fortes vendas em mercado aberto de títulos e a queda nas aceitações tolheram a inflação. Os preços de ações subiram apenas 10% entre janeiro e julho.[40] Em meados de 1928, a fuga do ouro

---

[40] Anderson (*Economics and the Public Welfare)* certamente está errado ao inferir que o mercado de ações a essa altura já estava fora de controle, e que pouco havia que as autoridades ainda pudessem fazer. Um vigor maior teria encerrado o *boom* no ato.

foi invertida, e voltou a ocorrer um leve influxo. Se o Federal Reserve simplesmente não tivesse feito nada na última metade de 1928, as reservas teriam se contraído moderadamente, por causa do aumento sazonal normal da moeda em circulação.

Nesse momento aconteceu a tragédia. Exatamente quando podia dominar o *boom*, o FRS viu-se elevado por sua própria política de aceitações. Sabendo que o Fed prometera comprar todas as aceitações oferecidas, o mercado aumentou sua emissão de aceitações, e o Fed comprou mais de R$300 milhões em aceitações na segunda metade de 1928, alimentando outra vez o *boom*. As reservas aumentaram em R$122 milhões, e a oferta monetária aumentou em quase US$ 1,9 bilhão, atingindo praticamente seu pico no fim de dezembro de 1928. A essa altura, a oferta monetária total havia atingido US$73 bilhões, mais do que em qualquer momento desde o início da inflação. Os preços das ações, que na realidade haviam diminuído 5% entre maio e julho, agora começaram a disparar, aumentando 20% entre julho e dezembro. Diante desses desenvolvimentos estarrecedores, o Federal Reserve nada fez para neutralizar suas compras de aceitações. Se antes ele havia ousadamente subido as taxas de redesconto de 3,5% no começo de 1928 para 5% em julho, agora ele teimosamente se recusava a elevar ainda mais a taxa de redesconto, e ela permaneceu constante até o fim do *boom*. O resultado foi que os descontos para os bancos aumentaram um pouco, em vez de cair. Além disso, o Federal Reserve não vendeu nada de seu estoque de US$ 200 milhões de títulos do governo; em vez disso, comprou um pouco em saldo líquido na segunda metade de 1928.

Por que a política do Federal Reserve foi tão pusilânime na segunda metade de 1928? Uma razão era que a Europa, como notamos, via que já se dissipavam os benefícios da inflação de 1927, e a opinião europeia agora gritava contra qualquer restrição monetária nos Estados Unidos.[41] O afrouxamento do fim de 1928 impediu que os influxos de ouro para os EUA ficassem grandes demais. A Grã-Bretanha voltava a perder ouro e a libra esterlina outra vez enfraquecia. Os Estados Unidos curvaram-se novamente a seu desejo prioritário de que a Europa evitasse as consequências de suas próprias políticas inflacionárias. O governador Strong, doente desde o começo de 1928, tinha perdido o controle da política do Federal Reserve. Mas enquanto alguns discípulos de Strong afirmam que ele teria lutado por medidas mais restritivas na segunda metade do ano, pesquisas recentes indicam que ele achava que até as medidas restritivas mais modestas, aplicadas em 1928, eram severas demais. Essa descoberta, é claro, é

[41] Ver Harris, *Twenty Years of Federal Reserve Policy*, vol. 2, pp. 436ss.; Charles Cortez Abbott, *The New York Bond Market, 1920–1930* (Cambrigde, Mass.: Harvard University Press, 1937), pp. 117–30.

muito mais coerente com o histórico de Strong.[42]

Outra razão para a fraqueza da política do Federal Reserve era a pressão política por dinheiro fácil. A inflação é sempre mais popular do ponto de vista político do que a recessão, e não esqueçamos de que estávamos em ano de eleição presidencial. Além disso, o Federal Reserve já tinha começado a adotar a visão perigosamente qualitativista de que era possível tolher o crédito para ações ao mesmo tempo em que se estimulava o crédito para aceitações.[43]

A inflação da década de 1920 já tinha efetivamente acabado no fim de 1928. A oferta monetária total em 31 de dezembro de 1928 era de 73 bilhões. Em 29 de junho de 1929, era de US$ 73,26 bilhões, um aumento de apenas 0,7% por ano. Assim, a inflação monetária estava praticamente completa ao fim de 1928. Daquele momento em diante, a oferta monetária permaneceu estável, elevando-se apenas em quantidades desprezíveis. E, portanto, daquele momento em diante, uma depressão que ajustasse a economia era inevitável. Como poucos americanos conheciam a teoria "austríaca" dos ciclos econômicos, poucos perceberam o que ia acontecer.

Uma economia grande não reage instantaneamente às mudanças. Portanto, era preciso algum tempo antes que o fim da inflação pudesse revelar os mal-investimentos na economia, antes que as indústrias de bens de capital se mostrassem excessivamente ampliadas etc. O ponto de virada aconteceu por volta de julho, e foi em julho que começou a grande depressão.

O mercado de ações havia sido o mais exuberante de todos os mercados – isso em conformidade com a teoria de que o *boom* gera especialmente uma expansão excessiva nas indústrias de bens de capital, porque o mercado de ações é o mercado dos preços de títulos de capital.[44] Surfando na onda de otimismo gerada pelo *boom* e pela expansão do crédito, o mercado de ações levou muitos meses depois de julho para despertar para as reali-

[42] Ver carta de Strong a Walter W. Stewart, 3 de agosto de 1928. Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, pp. 459–65. Para uma visão contrária, ver Carl Snyder, *Capitalism, the Creator* (Nova York: Macmillan, 1940), pp. 227–28. Não custa observar que o doutor Stewart facilmente trocou seu posto como chefe da Divisão de Pesquisa do Federal Reserve System pelo de Assessor Econômico do Banco da Inglaterra alguns anos depois. Nesse posto, ele escreveu a Strong para avisá-lo de que as restrições ao crédito bancário americano estariam fortes demais.

[43] Ver *Review of Economic Statistics*, p. 13.

[44] O mercado imobiliário é o outro grande mercado de títulos de capital. Sobre o *boom* imobiliário da década de 1920, ver Homer Hoyt, "The Effect of Cyclical Fluctuations upon Real Estate Finance", *Journal of Finance* (abril de 1947): 57.

dades da queda na atividade econômica. Mas esse despertar era inevitável, e em outubro o *crash* da bolsa fez com que todos percebessem que a depressão realmente tinha chegado.

A política monetária devida, mesmo durante uma depressão, é deflacionar ou ao menos não inflacionar mais. Como o mercado de ações continuou a expandir-se até outubro, a devida política moderadora seria uma deflação positiva. Mas o presidente Coolidge continuou a fazer papel de "capeadore" até o último minuto. Poucos dias antes de sair do governo em março, ele disse que a prosperidade americana era "absolutamente sólida" e que as ações estavam "baratas nos preços atuais".[45] Hoover, o novo presidente, era um dos grandes defensores da súbita tentativa de "persuasão moral" da primeira metade de 1929, que fracassou de maneira inevitável e desastrosa. Tanto Hoover quanto o governador Roy Young, do Conselho do Federal Reserve, queriam negar crédito bancário ao mercado de ações ao mesmo tempo em que o mantinham abundante para o comércio e para a indústria. Assim que Hoover assumiu a presidência, começou a intimidar informalmente as empresas privadas, exatamente como fizera como secretário de Comércio.[46] Ele pediu um encontro dos principais editores e da imprensa para avisar a respeito dos preços altos das ações; mandou Henry M. Robinson, banqueiro de Los Angeles, como emissário para tentar restringir os empréstimos para compra de ações dos bancos de Nova York; tentou induzir Richard Whitney, presidente da Bolsa de Nova York, a conter a especulação. Como esses métodos não atacavam a raiz do problema, estavam fadados a não funcionar.

Outros críticos de destaque do mercado de ações em 1928 e em 1929 foram o doutor Adolph C. Miller, do Conselho do Federal Reserve, o senador Carter Glass (Democrata, eleito pela Virgínia), e diversos senadores republicanos "progressistas". Assim, em janeiro de 1928, o senador LaFollette atacou a maldosa especulação de Wall Street e o aumento nos empréstimos para corretores. O senador Norbeck propôs uma política de persuasão moral um ano antes de ela ser adotada, e Charles S. Hamlin, membro do Conselho do Federal Reserve, convenceu o deputado Dickinson, eleito por Iowa, a apresentar uma lei que graduasse as reservas mínimas dos bancos em proporção aos empréstimos especulativos para compra de ações nos portifólios dos bancos. O senador Glass propôs um imposto de 5% sobre as vendas de ações cuja posse não durasse mais de 60 dias – o

---

[45] É significativo que o principal especulador da alta do mercado na época, William C. Durant, que sofreu perdas terríveis com o *crash*, tenha saudado Coolidge e Mellon como os grandes animadores do programa de dinheiro barato. *Commercial and Financial Chronicle* (20 de abril de 1929): 2557ss.

[46] Hoover, *The Memoirs of Herbert Hoover*, vol. 2, pp. 16ss.

que, ao contrário das expectativas de Glass, teria elevado os preços das ações, porque assim os acionistas eram incentivados a não vendê-las até que dois meses se passassem.[47] Como estava, a lei federal desde 1921 impunha uma alíquota particularmente alta sobre ganhos de capital de ações e de títulos possuídos há menos de dois anos. Isso induzia os acionistas a ficar com as ações e a não vendê-las após comprá-las porque o imposto recaía sobre os ganhos de capital *realizados*, e não acumulados. O imposto contribuiu para elevar os preços das ações durante o *boom*.[48]

Por que o Federal Reserve adotou a política de "persuasão moral" quando ela não foi usada nos anos anteriores a 1929? Uma das principais razões foi a morte do governador Strong no fim de 1928. Os discípulos de Strong no Federal Reserve Bank de Nova York, reconhecendo a importância crucial da quantidade de moeda, lutaram por uma taxa de descontos mais alta em 1929. Por outro lado, o Conselho do Federal Reserve em Washington, e também o presidente Hoover, viam o crédito sob o ângulo da qualidade e não da quantidade. Mas o professor Beckhart acrescenta outro aspecto possível: que a política de "persuasão moral" – que conseguira evitar uma política de crédito mais restrita – foi adotada sob a influência de ninguém menos do que Montagu Norman.[49] Enfim, em junho, a persuasão moral foi abandonada, mas as taxas de desconto não foram elevadas, e o resultado foi que o *boom* do mercado de ações continuou a plena força, mesmo quando a economia em geral já estava silenciosa mas inexoravelmente caindo. O secretário Mellon trombeteou novamente nossa "prosperidade intacta e inquebrável". Em agosto, o Conselho do Federal Reserve enfim consentiu em elevar a taxa de redesconto para 6%, mas qualquer efeito restritivo foi mais do que contrabalançado por uma redução simultânea da taxa de aceitações, e assim o mercado de aceitações foi outra vez estimulado. Em março, o Federal Reserve havia acabado com a ameaça das aceitações ao elevar sua taxa de compras de aceitações acima de sua taxa de desconto pela primeira vez desde 1920. O efeito líquido dessa dupla atitude, sem precedentes, foi estimular a alta do mercado a alturas ainda maiores. A redução da taxa de compra de aceitações por parte do Federal Reserve, de 5,25% para 5,125%, o mesmo nível do mercado aberto, estimulou as vendas do mercado de aceitações ao Federal Reserve. Se não fosse pelas compras de aceitações, as reservas totais teriam caído, entre o fim de junho e 23 de outubro (o dia anterior à quebra da bolsa), em US$ 267

[47] Ver Joseph Stagg Lawrence, *Wall Street and Washington* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1929), pp. 7ss., e *passim*.

[48] Ver Irving Fisher, *The Stock Market Crash – And After* (Nova York: Macmillan, 1930), pp. 37ss.

[49] "A política de 'persuasão moral' foi inaugurada após uma visita do senhor Montagu Norman a este país." Beckhart, "Federal Reserve Policy and the Money Market", p. 127.

milhões. Mas o Federal Reserve comprou US$ 297 milhões em aceitações durante esse período, elevando o total de reservas em US$ 21 milhões. A Tabela 9 conta a história desse período.

Qual foi a razão para essa política peculiarmente inflacionária que favorecia o mercado de aceitações? Ela se encaixava no viés qualitativo do governo, e era ostensivamente defendida como um esquema para ajudar o setor agrícola americano. Contudo, parece que o argumento de ajuda aos fazendeiros foi novamente usado como disfarce doméstico para políticas inflacionárias. Em primeiro lugar, o aumento na posse de aceitações, estava muito mais concentrado em aceitações *puramente estrangeiras*, e menos em aceitações baseadas em exportações americanas. Em segundo lugar, o setor agrícola já havia concluído seus empréstimos sazonais antes de agosto, de modo que ele não se beneficiou nem vagamente das taxas de aceitação inferiores. De fato, como observa Beckhart, a política inflacionária de aceitações foi reinstituída "logo após outra visita do presidente Norman".[50] Assim, outra vez, a influência mefistofélica de Montagu Norman se fazia sentir no cenário americano, e pela última vez Norman pôde dar um novo ímpeto ao *boom* da década de 1920. A Grã-Bretanha também estava entrando numa depressão, e contudo suas políticas inflacionárias haviam resultado num forte fluxo de ouro para o exterior em junho e em julho. Norman então conseguiu obter uma linha de crédito de US$ 250 milhões de um consórcio de bancos de Nova York, mas o fluxo para fora continuou ao longo de setembro, sendo que boa parte do ouro ia para os Estados Unidos. Continuando a ajudar a Inglaterra, o Federal Reserve Bank de Nova York fez pesadas compras de libras esterlinas entre agosto e outubro. O novo subsídio do mercado de aceitações então permitiu uma nova ajuda à Grã-Bretanha por meio da compra de libras esterlinas. A política do Federal Reserve durante a última metade de 1928 e o ano de 1929 foi, em suma, marcada por um desejo de manter o crédito abundante em mercados preferenciais, como os de aceitações, e restringir o crédito em outras áreas, como o mercado de ações (por exemplo, pela "persuasão moral"). Vimos que essa política só poderia dar errado, e A. Wilfred May escreveu um excelente epitáfio para esses esforços:

> Uma vez que o sistema de crédito foi infectado pelo dinheiro barato, ficou impossível reduzir as válvulas de escape desse crédito sem reduzir todo o crédito, porque é impossível manter espécies diferentes de dinheiro separados em compartimentos impermeáveis. Era impossível fazer com que o dinheiro ficasse escasso para os fins do mercado de ações, ao

[50] Ibid., pp. 142ss.

> mesmo tempo em que ele permanecia barato para usos comerciais... Quando foi criado o crédito do Federal Reserve, não havia nenhum jeito de fazer com que seu emprego fosse direcionado para usos específicos depois que ele tivesse fluido, por meio dos bancos comerciais, para a corrente geral do crédito.[51]

E assim terminou o grande *boom* inflacionário da década de 1920. Deve ter ficado claro que a responsabilidade pela inflação é do governo federal – das autoridades do Federal Reserve em primeiro lugar, e do Tesouro e do governo em segundo.[52] O governo dos Estados Unidos havia semeado o vento e o povo americano colheu o furacão: a grande depressão.

[51] A. Wilfred May, "Inflation in Securities", em H. Parker Willis e John M. Chapman, eds., *The Economics of Inflation* (Nova York: Columbia University Press, 1935), pp. 292–93. Ver também Charles O. Hardy, *Credit Policies of the Federal Reserve System* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1932), pp. 124–77; e Oskar Morgenstern, "Developments in the Federal Reserve System", *Harvard Business Review* (outubro de 1930): 2–3.

[52] Para uma discussão contemporânea excelente do Federal Reserve, e de sua remoção aos freios naturais da inflação dos bancos comerciais, ver Ralph W. Robey, "The Progress of Inflation and 'Freezing' of Assets in the National Banks", *The Annalist* (27 de fevereiro de 1931): 427–29. Ver também C. A. Phillips, T. F. McManus, e R. W. Nelson, *Banking and the Business Cycle* (Nova York: Macmillan, 1937), pp. 140–42; e C. Reinold Noyes, "The Gold Inflation in the United States", *American Economic Review* (junho de 1930): 191–97.

TABELA 9
FATORES DETERMINANTES DAS RESERVAS BANCÁRIAS
JULHO–OUTUBRO DE 1929
(em milhões de dólares)

	29 de julho	23 de outubro	Mudança líquida
Crédito no Federal Reserve	1400	1374	-26
Notas descontadas	1037	796	-241
Notas compradas	82	379	297
Títulos do governo	216	136	-80
Todas as demais	65	63	-2
Notas do Tesouro	2019	2016	-3
Dinheiro no Tesouro	204	209	-5
Depósitos no Tesouro	36	16	20
Fundos de Capital Inesperados	374	393	-19
Estoque de Ouro Monetário	4037	4099	62
Moeda em Circulação	4459	4465	-6
Outros Depósitos	28	28	0
Reservas Controladas			206
Reservas Não-Controladas			-185
Reservas dos Bancos Membros	2356	2378	22

VI

Teoria e inflação: os economistas e a sedução de um nível de preços estável

Uma das razões por que a maioria dos economistas da década de 1920 não reconheceu a existência de um problema inflacionário foi a ampla adoção de um nível de preços estável como critério da política monetária. A medida em que as autoridades do Federal Reserve foram guiadas por um desejo de manter estável o nível de preços tem sido uma questão bastante controversa. Muito menos controverso é o fato de que cada vez mais economistas vieram a considerar o nível de preços estável o principal objetivo da política monetária. O fato de que os preços em geral ficaram mais ou menos estáveis durante a década de 1920 dizia aos economistas que não havia ameaça de inflação, e portanto os acontecimentos da grande depressão os pegaram completamente de surpresa.

Na verdade, a expansão do crédito bancário cria seus maliciosos efeitos ao distorcer as relações de preços e ao elevar ou alterar preços em relação ao que eles teriam sido sem a expansão. Estatisticamente, portanto, podemos apenas identificar o aumento na oferta monetária, um simples fato. Não podemos provar a inflação apontando para os aumentos de preços. Só podemos dar explicações aproximadas de complexos movimentos de preços ao tentar fazer uma história econômica abrangente de uma época – tarefa essa que ultrapassa o escopo deste estudo. Aqui basta dizer que a estabilidade dos preços no atacado na década de 1920 foi resultado de uma inflação monetária contrabalançada por um aumento de produtividade, que reduziu os custos de produção e aumentou a oferta de bens. Mas esse "contrabalanço" foi apenas *estatístico*; ele não eliminou o ciclo de *boom* e recessão, mas apenas *obscureceu-o*. Os economistas que enfatizam a importância de um nível de preços estável estavam portanto particularmente enganados, porque deveriam ter-se concentrado naquilo que estava acontecendo com a oferta monetária. Por conseguinte, aqueles economistas que demonstraram preocupação com a inflação na década de 1920 eram em grande parte qualitativistas. Eles foram descartados pelos "novos"economistas, que viam a suma importância do elemento quantitativo nas questões monetárias, como se fossem desesperadamente antiquados. O problema não estava num determinado crédito para determinados mercados (como o de ações ou o imobiliário); o *boom* nos mercados de ações ou imobiliário refletia o ciclo econômico de Mises: um *boom* desproporcional nos preços de títulos de bens de capital, *causado* por um au-

mento na oferta monetária que vem com a expansão do crédito bancário.[1]

A estabilidade do nível de preços na década de 1920 é demonstrada pelo Índice de Preços do Atacado do Bureau of Labor Statistics [Departamento de Estatísticas do Trabalho], que caiu para 93,4 (100 = 1926) em junho de 1921, subiu levemente a um pico de 104,5 em novembro de 1925, e depois caiu para 95,2 em junho de 1929. O nível de preços, em suma, subiu levemente até 1925, e caiu levemente depois disso. Os índices de preços ao consumidor também se comportaram de maneira similar.[2] Por outro lado, o Índice Snyder do Nível Geral de Preços, que inclui todos os tipos de preços (de imóveis, de ações, aluguéis, salários e também preços do atacado) subiu consideravelmente durante o período, de 158 em 1922 (1913 = 100) para 179 em 1929, uma elevação de 13%. A estabilidade foi portanto obtida apenas nos preços ao consumidor e no atacado, mas esses eram e ainda são os campos considerados especialmente importantes pela maioria dos autores econômicos.

Dentro do agregado geral de preços do atacado, os alimentos e produtos agrícolas subiram ao longo do período, enquanto os metais, o combustível, os produtos químicos e o mobiliário doméstico caíram de maneira considerável. Que o *boom* foi amplamente sentido nas *indústrias de bens de capital* pode ser visto por (a) a quadruplicação dos preços das ações no período, e (b) pelo fato de que os bens duráveis e a produção de ferro e de aço aumentaram apenas 60%. Na verdade, a produção de itens de consumo como comidas manufaturadas e produtos têxteis aumentaram apenas 48% e 36% respectivamente, entre 1921 e 1929. Outra ilustração da teoria de Mises foi que os salários subiram muito mais nas indústrias de bens de capital. A superestimativa dos salários e de outros custos é um traço distintivo da análise de Mises das indústrias de bens de capital durante o *boom*. Os rendimentos médios por hora, de acordo com o Índice do Conference Board, subiram em indústrias selecionadas de US$ 0,52 em julho de 1921 para US$ 0,59 em 1929, um aumento de 12%. Nesse grupo, os salários das indústrias de bens de consumo, como botas e sapatos, permaneceram constantes; eles subiram 6% em mobília, menos de 3% em carne, e 8% na produção de ferramentas. Por outro

[1] O aspecto qualitativo do crédito é importante na medida em que os empréstimos bancários devem ser feitos às *empresas*, e não ao governo ou aos consumidores, para que o mecanismo do ciclo comercial seja posto em movimento.

[2] O índice de preços do National Industry Conference Board [Conselho da Conferência Nacional da Indústria] (NICB) subiu de 102,3 (1923 = 100) em 1921 para 104,3 em 1926, e depois caiu para 100,1 em 1929; o índice de preços ao consumidor do Bureau of Labor Statistics [Departamento de Estatísticas do Trabalho] (BLS) caiu de 127,7 (1935–1939 = 100) em 1921 para 122,5 em 1929. *Historical Statistics of the U.S., 1789–1945* (Washington, D.C.: U.S. Department of Commerce, 1949), pp. 226–36, 344.

lado, em indústrias de bens de capital como máquinas e ferramentas para máquinas, os salários subiram 12%, e 19% nas de lenha, 22% nas de produtos químicos, e 25% nas de ferro e de aço.

A expansão do crédito do Federal Reserve, portanto, tenha premeditado isso ou não, conseguiu manter estável o nível de preços diante de um aumento de produtividade que teria, num mercado livre e desimpedido, levado a uma queda de preços e a uma melhora disseminada do padrão da vida de toda a população. A inflação distorceu a estrutura de produção e levou ao período subsequente de ajuste depressivo. Ela também impediu toda a população de beneficiar-se dos frutos do progresso na forma de preços mais baixos, e garantiu que apenas aqueles que desfrutavam de maiores salários e rendas monetários poderiam beneficiar-se do aumento de produtividade.

Existem muitos indícios de que a acusação de Philips, de McManus e de Nelson de que "o resultado final daquilo que foi provavelmente o maior experimento de estabilização de preços da história tenha se revelado nada menos do que a maior depressão."[3] Benjamin Strong foi aparentemente convertido a uma filosofia de estabilidade de preços durante 1922. Em 11 de janeiro de 1925, Strong escreveu, em privado:

> que era minha crença, que eu julgava compartilhada por todos no Federal Reserve System, de que toda a nossa política no futuro, assim como no passado, seria direcionada para a estabilidade de preços na medida em que nos fosse possível influenciar os preços.[4]

Quando lhe perguntaram, nas Audiências sobre a Estabilização em 1927, se o Conselho do Federal Reserve poderia "estabilizar os preços em maior medida" do que no passado, por meio de operações de mercado aberto e de outros recursos de controle, o governador Strong respondeu:

> Pessoalmente acho que o governo do Federal Reserve System, desde a reação de 1921, tem-se direcionado, na medida mesma em que poderia ditar a sensatez humana, exatamente para esse objetivo.[5]

---

[3] C. A. Phillips, T. F. McManus, e R. W. Nelson, *Banking and the Business Cycle* (Nova York: Macmillan, 1937), pp. 176ss.

[4] Lester V. Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1958), p. 312. Nessa visão, é claro que Strong tinha o caloroso apoio de Montagu Norman. Ibid., p. 315.

[5] Ver também ibid., pp. 199ss. E Charles Rist recorda que, em suas conversas privadas, "Strong estava

Parece que o governador Strong desempenhou um forte papel, no começo de 1928, na redação da lei do deputado James G. Strong (não eram parentes), eleito pelo Kansas, que obrigaria o Federal Reserve System a manter um nível de preços estável.[6] O governador Strong àquela altura estava doente e fora do controle do Federal Reserve, mas escreveu a versão final da lei junto com o deputado Strong. Na companhia do deputado e do professor John R. Commons, um dos principais teóricos do nível de preços estável, Strong discutiu a lei com os membros do Conselho do Federal Reserve. Quando o Conselhou reprovou isso, Strong sentiu-se obrigado, em suas declarações públicas, a acompanhá-los.[7] Cabe observar ainda que Carl Snyder, defensor leal e quase idólatra do governador Strong, e presidente do Departamento de Estatísticas do Federal Reserve Bank de Nova York, era um dos principais defensores do controle monetário e creditício por parte do Federal Reserve, a fim de estabilizar o nível de preços.[8]

Com certeza os principais economistas britânicos da época firmemente acreditavam que o Federal Reserve estava tendo sucesso numa tentativa deliberada de estabilizar os preços. John Maynard Keynes elogiou "o sucesso do gerenciamento do dólar pelo Conselho do Federal Reserve entre 1923 e 1928", chamando-o de um "triunfo" do gerenciamento monetário. D. H. Robertson concluiu em 1929 que "uma política monetária conscientemente voltada para manter o nível geral de preços aproximadamente estável... tem aparentemente sido adotada com algum sucesso pelo Conselho do Federal Reserve desde 1922"[9]. Se Keynes continuou a louvar a política do Federal Reserve alguns anos após a depressão ter começado, Robertson passou a criticá-la:

---

convencido de que era capaz de fixar o nível de preços com sua política de juros e de crédito". Charles Rist, "Notice Biographique", *Revue d'Économie Politique* (novambro-dezembro de 1955): 1029.

[6] Strong portanto superou seu pronunciado ceticismo em relação a qualquer mandato legislativo para a estabilização de preços. Antes disso, ele preferia deixar a questão inteiramente a cargo do Fed. Ver Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, pp. 202ss.

[7] Ver o relato em Irving Fisher, ibid., pp. 170–71. Sobre o governador Strong, escreveu Commons: "Admirei-o tanto por mostrar uma mente tão aberta ao ajudar-nos com a lei, quanto por sua reserva quanto a acompanhar seus colegas."

[8] Ver o elogio de Snyder por Fisher, *Stabilised Money*, pp. 64–67; e Carl Snyder, "The Stabilization of Gold: A Plan", *American Economic Review* (junho de 1923): 276–85; idem, *Capitalism the Creator* (Nova York: Macmillan, 1940), pp. 226–28.

[9] D. H. Robertson, "The Trade Cycle", *Encyclopaedia Britannica*, 14th ed. (1929), vol. 22, p. 354.

> Olhando para trás... a grande "estabilização" americana de 1922–1929 foi na verdade uma vasta tentativa de desestabilizar o valor da moeda em termos de esforço humano, por meio de um programa colossal de investimentos... que teve sucesso por um período surpreendentemente longo, mas que engenhosidade humana nenhuma teria conseguido dirigir indefinidamente por diretrizes sólidas e equilibradas.[10]

O canto da sereia de um nível estável de preços havia seduzido os principais políticos, para nem falar nada dos economistas, já em 1911. Foi então que o professor Irving Fisher iniciou sua carreira como líder do movimento pela "moeda estável" nos Estados Unidos. Ele rapidamente conquistou a adesão de políticos e de economistas de destaque para um plano de uma comissão internacional que estudaria a moeda e o problema dos preços. Seus defensores incluíam o presidente William Howard Taft, o secretário de Guerra Henry Stimson, o secretário do Tesouro Franklin MacVeagh, o governador Woodrow Wilson, Gifford Pinchot, sete senadores, e os economistas Alfred Marshall, Francis Edgeworth, e, na Inglaterra, John Maynard Keynes. O presidente Taft enviou uma mensagem especial ao Congresso em fevereiro de 1912, solicitando fundos para essa conferência internacional. A mensagem foi escrita por Fisher, em colaboração com o secretário-assistente de Estado Huntington Wilson, um convertido à moeda estável. O Senado aprovou a lei, mas ela morreu na Câmara. Woodrow Wilson expressou interesse no plano, mas abandonou a ideia, pressionado por outras questões.

Na primavera de 1918, o Comitê de Poder de Compra da Moeda da American Economic Association endossou o princípio da estabilização. Ainda que se deparasse com a oposição de banqueiros a sua doutrina de moeda estável, oposição essa liderada principalmente por A. Barton Hepburn, do Chase National Bank, Fisher começou organizando a Stable Money League [Liga da Moeda Estável] no fim de 1920, e efetivamente fundou-a no fim de maio de 1921 – no começo de nossa era inflacionária. Newton D. Baker, secretário de Guerra do governo Wilson, e o professor James Harvey Rogers, de Cornell, estavam entre os primeiros organizadores. Entre os políticos e economistas de destaque que desempenharam papéis importantes na Stable Money League estavam o professor Jeremiah W. Jenks, seu primeiro presidente; Henry A. Wallace, editor de *Wallace's Farmer*, e posteriormente secretário de Agricultura; John G. Winant, posteriormente governador de New Hampshire; o professor John R. Com-

[10] D. H. Robertson, "How Do We Want Gold to Behave?", em *The International Gold Problem* (Londres: Humphrey Milford, 1932), p. 45; citado em Phillips, et al., *Banking and the Business Cycle*, pp. 187–87.

mons, seu segundo presidente; George Eastman, da família Eastman--Kodak; Lyman J. Gage, antigo secretário do Tesouro; Samuel Gompers, president da American Federation of Labor [Federação Americana do Trabalho]; o senador Carter Glass, da Virgínia; Thomas R. Marshall, vice--presidente dos Estados Unidos no governo Wilson; o deputado Oscar W. Underwood; Malcolm C. Rorty; e os economistas Arthur Twining Hadley, Leonard P. Ayres, William T. Foster, David Friday, Edwin W. Kemmerer, Wesley C. Mitchell, Warren M. Persons, H. Parker Willis, Allyn A. Young, e Carl Snyder.

A ideia de um nível de preços estável é relativamente inócua durante uma subida de preços, que pode ajudar os defensores de uma moeda sólida a tentar frear o *boom*; mas ela é extremamente maligna quando os preços tendem a cair, e os estabilizacionistas pedem inflação. Ainda assim, a estabilização é mais popular enquanto clamor quando os preços estão caindo. A Stable Money League foi fundada em 1920–1921, momento de depressão, em que os preços caíam. Logo os preços começaram a subir, e alguns conservadores começaram a ver no movimento pela moeda estável um útil contrapeso aos inflacionistas extremados. O resultado foi que a League mudou seu nome para National Monetary Association [Associação Monetária Nacional] em 1923, e seus dirigentes permaneceram os mesmos, com o professor Commons na presidência. Em 1925, o nível de preços havia atingido seu pico e começava a cair, e por isso os conservadores pararam de apoiar a organização, que outra vez mudou de nome, agora para Stable Money Association [Associação da Moeda Estável]. Entre os presidentes que se sucederam na nova associação estavam H. Parker Willis, John E. Rovensky, vice-presidente executivo do Bank of America, o professor Kemmerer, e o "Tio" Frederic W. Delano[11]. Outros líderes de destaque na Stable Money Association eram o professor Willford I. King; Nicholas Murray Butler, presidente da Columbia University; John W. Davis, candidato à presidência do partido Democrata em 1924; Charles G. Dawes, diretor do Bureau of the Budget [Departamento do Orçamento] durante o governo Harding, e vice-presidente no governo Coolidge; William Green, presidente da American Federation of Labor; Charles Evans Hughes, secretário de Estado até 1925; Otto H. Kahn, banqueiro de investimentos; Frank O. Lowden, antigo governador republicano de Illinois; Elihu Root, antigo Secretário de Estado e senador; James H. Rand, Jr.; Norman Thomas, do Partido Socialista; Paul M. Warburg e Owen D. Young. Do exterior, vieram Charles Rist, do Banco da França; Eduard Benes, da Tchecoslováquia, Max Lazard, da França; Emile Moreau, do Banco da França; Louis Rothschild, da Áustria; e Sir Arthur

---

[11] N. do T.: Tio do futuro presidente Franklin Delano Roosevelt.

Balfour, Sir Henry Strakosch, Lord Melchett, e Sir Josiah Stamp, da Grã-Bretanha. Entre os vice-presidentes de honra da associação estavam os presidentes das seguintes organizações: a American Association for Labor Legislation [Associação Americana para a Legislação Trabalhista], American Bar Association [Ordem Americana dos Advogados], American Farm Bureau Federation [Federação Agrícola Americana], American Farm Economic Association [Associação Econômica Agrícola Americana], American Statistical Association [Associação Estatística Americana], Brotherhood of Railroad Trainmen [Irmandade Ferroviária], National Association of Credit Men [Homens da Associação Nacional do Crédito], National Consumers' League [Liga Nacional de Consumidores], National Education Association [Associação Nacional de Educação], American Council on Education [Conselho Americano de Educação], United Mine Workers of America [União dos Mineiros dos Estados Unidos], National Grange [Granja Nacional], Chicago Association of Commerce [Associação Comercial de Chicago], Merchants' Association of New York [Associação Mercantil de Nova York], e associações bancárias de 43 estados e do District of Columbia.

O diretor executivo e cabeça das operações da Stable Money Association, que contava com apoios formidáveis, era Norman Lombard, trazido por Fisher em 1926. A Association proclamou sua mensagem por todos os cantos. Ela recebeu a ajuda da publicidade dada em 1922 e em 1923 à proposta feita por Thomas Edison e Henry Ford de um "dólar *commodity*". Entre os demais estabilizacionistas de destaque da época estavam os professores George F. Warren e Frank Pearson, de Cornell, Royal Meeker, Hudson B. Hastings, Alvin Hansen e Lionel D. Edie. Na Europa, além dos mencionados acima, estavam entre os proponentes da moeda estável: o professor Arthur C. Pigou, Ralph G. Hawtrey, J.R. Bellerby, R.A. Lehfeldt, G.M. Lewis, Sir Arthur Salter, Knut Wicksell, Gustav Cassel, Arthur Kitson, Sir Frederick Soddy, F.W. Pethick-Lawrence, Reginald McKenna, Sir Basil Blackett e John Maynard Keynes. Keynes teve uma influência especial em sua propaganda em defesa de uma "moeda gerenciada" e de um nível de preços estabilizado, apresentada em seu *A Tract on Monetary Reform* [*Breve tratado sobre a reforma monetária*], publicado em 1923.

Ralph Hawtrey acabou se mostrando um dos gênios malignos da década de 1920. Economista influente numa terra em que os economistas informaram a política de maneira muito mais influente do que nos Estados Unidos, Hawtrey, diretor de Estudos Financeiros no Tesouro britânico, defendia o controle internacional de crédito por parte dos bancos centrais, a fim de estabilizar o nível de preços, já em 1913. Em 1919, Hawtrey foi uma das primeiras pessoas a pedir a adoção de um padrão câmbio-ouro

nos países europeus, amarrando-o à cooperação internacional dos bancos centrais. Hawtrey foi um dos maiores trombeteadores das habilidades do governador Benjamin Strong. Em 1932, época em que Robertson havia percebido os males da estabilização, Hawtrey afirmou: "O experimento americano de estabilização entre 1922 e 1928 mostrou que um tratamento antecipado poderia frear a tendência para a inflação ou para a depressão... O experimento americano foi um grande progresso em relação às práticas do século XIX", em que o ciclo econômico era aceito passivamente.[12] Quando o governador Strong faleceu, Hawtrey disse que isso era "um desastre para o mundo"[13]. Por fim, Hawtrey foi a principal inspiração para as resoluções estabilizacionistas da Conferência de Gênova de 1922.

Era inevitável que toda essa opinião elegante se traduzisse em pressão legislativa, senão em ação legislativa. O deputado T. Alan Goldsborough, de Maryland, apresentou uma lei para "Estabilizar o Poder de Compra da Moeda" em maio de 1922, que era essencialmente a proposta do professor Fisher, repassada a Goldsborough pelo antigo vice-presidente Marshall. Os professores Fisher, Rogers, King e Kemmerer testemunharam a favor da lei, mas a comissão não a devolveu ao Congresso para votação. No começo de 1924, Goldsborough tentou de novo, e o deputado O. B. Burtness, da Dakota do Norte, apresentou outra lei de estabilização. Nenhuma delas chegou a ser devolvida pela comissão. O grande esforço após esse foi uma lei do deputado Hames G. Strong, do Kansas, apresentada em janeiro de 1926, por insistência de George H. Shibley, veterano estabilizacionista, que já promovia a causa dos preços estáveis desde 1896. No lugar da proposta anterior de Fisher de um "dólar compensado" para manipular o nível de preços, a lei Strong teria obrigado o Federal Reserve a agir diretamente para estabilizar o nível de preços. As audiências aconteceram entre março de 1926 e fevereiro de 1927. Testemunharam a favor da lei Shibley, Fisher, Lombard, o doutor William T. Foster, Rogers, Bellerby e Commons. Commons, o deputado Strong e o governador Strong então reescreveram a lei, como indicado anteriormente, e as audiências a respeito da segunda lei Strong aconteceram na primavera de 1928.

O ponto alto dos testemunhos para a segunda lei Strong foi a fala do

[12] Ralph O. Hawtrey, *The Art of Central Banking* (Londres: Longmans, Green, 1932), p. 300.

[13] Norman Lombard, um dos principais estabilizacionistas, também elogiou o suposto feito de Strong: "Ao aplicar os princípios expostos neste livro... ele [Strong] manteve nos Estados Unidos um nível de preços bastante estável e por conseguinte uma condição de amplo bem-estar econômico entre 1922 e 1928." Norman Lombard, *Monetary Statesmanship* (Nova York: Harpers, 1934), p. 32n. Sobre a influência das ideias de preço estável na política do Federal Reserve, ver também David A. Friedman, "Study of Price Theoris Behind Federal Reserve Credit Policy, 1921–29" (dissertação de mestrado não publicada, Columbia University, 1938).

professor sueco Gustav Cassel, cuja fama fez a sala de audiências do Congresso ficar cheia. Cassel promovia a estabilização desde 1903. O conselho desse sábio era que o governo não empregasse nem medidas qualitativas nem quantitativas para frear o *boom*, já que elas reduziriam o nível geral de preços. Numa série de palestras nos Estados Unidos, Cassel também insistiu para que o Fed reduzisse as proporções de reservas, e também para que houvesse cooperação entre os bancos centrais do mundo inteiro para a estabilização do nível de preços.

A lei Strong teve o mesmo destino de suas predecessoras, e nunca foi devolvida pela comissão. Mas a pressão exercida durante as diversas audiências dessas leis, assim como o peso da opinião e as ideias do governador Strong, serviram para fazer com que as autoridades do Federal Reserve tentassem manipular o crédito com o fim de estabilizar os preços.

A pressão internacional estimulou o movimento por um nível de preços estável. As ações oficiais começaram com a Conferência de Gênova, na primavera de 1922. Essa conferência foi convocada pela Liga das Nações por iniciativa de Lloyd George, primeiro-ministro britânico, que por sua vez foi inspirado pela figura dominante de Montagu Norman. A Comissão Financeira da Conferência adotou um conjunto de resoluções que, nas palavras de Fisher, "por anos serviram de forte armadura para os defensores da moeda estável no mundo inteiro"[14]. As resoluções instavam à colaboração internacional entre os bancos centrais para estabilizar o nível mundial de preços, e também sugeriam um padrão câmbio-ouro. Na Comissão Financeira estavam fervorosos estabilizacionistas como Sir Basil Blackett, o professor Casel, o doutor Vissering e Sir Henry Strakosch.[15] A Liga das Nações de fato foi rapidamente tomada pelos estabilizacionistas. O Comitê Financeiro da Liga era amplamente inspirado e dirigido pelo presidente Montagu Norman, que trabalhava por meio de dois colegas próximos, Sir Otto Niemeyer e Sir Henry Strakosch. Sir Henry, como indicamos, era um famoso estabilizacionista.[16] Além disso, Sir Charles Addis, o principal assessor de Norman para assuntos internacionais, também era um ardente estabilizacionista.[17]

---

[14] Fisher, *Stabilised Money*, p. 282. Nossa explicação do crescimento do movimento pela moeda estável se baseia em grande parte na obra de Fisher.

[15] Ao mesmo tempo em que Hawtrey era a principal inspiração para as resoluções, ele as criticava por não ir longe o bastante.

[16] Ver Paul Einzig, *Montagu Norman* (Londres: Kegan Paul, 1932), pp. 67, 78.

[17] Sir Henry Clay, *Lord Norman* (Londres: Macmillan, 1957), p. 138.

Em 1921, um Comitê Conjunto para Crises Financeiras foi formado pela Conferência Geral do Trabalho, pela Organização Internacional do Trabalho (OIT) da Liga das Nações, e pelo Comitê Financeiro da Liga. Nesse Comitê Conjunto havia três estabilizacionistas de destaque: Albert Thomas, Henri Fuss e o major J. R. Bellerby. Em 1923, o relatório de Thomas advertia que uma queda no nível de preços "quase invariavelmente" causa desemprego. Henry Fuss, da OIT, propagandeou os níveis de preços estáveis na *International Labour Review* em 1926. O Comitê Conjunto reuniu-se em junho de 1925 para afirmar os princípios da Conferência de Gênova. Nesse ínterim, duas organizações internacionais privadas, a Associação Internacional de Legislação Trabalhista e a Associação Internacional do Desemprego fizeram em conjunto um Congresso Internacional de Políticas Sociais em Praga em outubro de 1924. O Congresso pediu a adoção geral dos princípios da Conferência de Gênova por meio da estabilização do nível geral de preços. A Associação Internacional para o Progresso Social adotou um relatório em sua reunião em setembro de 1928 em Viena, preparado pelo estabilizacionista Max Lazard, do banco de investimentos Lazard Frères em Paris, pedindo a estabilidade de preços. A OIT fez o mesmo em junho de 1929, afirmando que a queda nos preços causava desemprego. E, por fim, o Comitê Consultivo da Liga endossou os princípios de Gênova no verão de 1928.

Assim como os professores Cassel e Commons não queriam nenhuma restrição ao crédito em 1928 e em 1929, também o deputado Louis T. McFadden, o poderoso presidente do Comitê de Bancos e de Moeda da Câmara, exerceu uma pressão similar, mas mais forte, sobre as autoridades do Federal Reserve. Em 7 de fevereiro de 1929, um dia depois da carta do Conselho do Federal Reserve aos Federal Reserve Banks advertindo para a especulação no mercado de ações, o próprio deputado McFadden advertiu a Câmara para uma reação econômica contrária a essa movimentação. Ele observou que, se não havia ocorrido nenhum aumento no nível de preços das *commodities*, então como poderia haver qualquer risco de inflação? O Fed, disse ele de modo assustadiço, não deveria ocupar-se do mercado de ações ou de empréstimos para compra de títulos, sob o risco de produzir uma queda generalizada. A restrição monetária dificultaria o financiamento de capital, e, junto com a subsequente perda de confiança, precipitariam uma depressão. Aliás, McFadden afirmou que o Fed deveria estar preparado para afrouxar as taxas monetárias assim que aparecessem qualquer queda nos preços ou no emprego.[18] Outras vozes influentes que se levantaram contra qualquer restrição ao crédito foram as de W. T. Foster e de Waddill Catchings, destacados estabilizacionistas, e conhecidos

[18] Citado em Joseph Stigg Lawrence, *Wall Sreet and Washington* (Princeton, NJL Princeton University Press, 1929), pp. 437–43.

por suas teorias de subconsumo. Catchings era um conhecido banqueiro de investimentos (da Goldman, Sachs & Co.), e magnata do ferro e do aço, e ambos eram íntimos do governo Hoover. (Como veremos, seu "plano" para curar o desemprego chegou a ser adotado por Hoover num determinado momento.) Em abril de 1929, Foster e Catchings advertiram que qualquer restrição ao crédito reduziria o nível de preços e prejudicaria a economia. A alta do mercado, como eles asseguraram ao público – junto com Fisher, com Commons e com o resto – tinha como base o sólido fundamento da confiança e do crescimento americanos.[19] E os especuladores da alta, é claro, ecoavam o grito de que todos deveriam "investir nos Estados Unidos". Qualquer pessoa que criticasse o *boom* era vista como antipatriota e acusada de "não dar o devido valor aos Estados Unidos".

Cassel representava a típica opinião europeia ao insistir em movimentações inflacionárias ainda maiores por parte do Federal Reserve System. Sir Ralph Hawtrey, ao visitar Harvard em 1928–1929, espalhou a mensagem da estabilização do nível de preços para sua plateia americana.[20] Philip Snowden, influente membro do Partido Trabalhista britânico, instou em 1927 a que os Estados Unidos tomassem parte num plano mundial de estabilização de preços, a fim de impedir um prolongado declínio. O *Statist*, de Londres, e o *Nation* (também de Londres), ambos criticaram a "deflação" do Federal Reserve. Mais extremo, talvez, foi o artigo loucamente inflacionista do respeitado economista Allyn A. Young, professor americano que à época trabalhava na Universidade de Londres. Young, em janeiro de 1929, advertiu para a tendência secular de queda de preços, e instou todos os bancos centrais a não "entesourar" ouro, e a inflacionar sem parar. Dizia ele: "Os bancos centrais do mundo parecem estar com medo da prosperidade. Enquanto eles tiverem esse medo, sua influência retardará o crescimento da produção."[21]

O artigo do professor Young foi talvez a *pièce de résistance* que coroou uma era de tolices – seu texto era muito mais digno de censura do que os erros superficialmente mais óbvios de economistas como Irving Fisher e Charles A. Dice sobre a suposta "nova era" de prosperidade do mercado de ações mundial. Meramente extrapolar as condições presentes do mercado

---

[19] *Commercial and Financial Chronicle* (abril de 1929): 2204–06. Ver também Beckhart, "Federal Reserve Policy and the Money Market", em Beckhart et al., *The New York Money Market* (Nova York: Columbia University Press, 1931), vol. 2, pp. 99ss.

[20] Ver Joseph Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization* (Nova York: Viking Press, 1959), vol. 4, p. 178.

[21] Allyn A. Young, "Downward Price Trend Probable, due to Hoarding of Gold by Central Banks", *The Annalist* (18 de janeiro de 1929): 96–97. Ver também "Our Reserve Bank Policy as Europe Thinks It Sees It", *The Annalist* (2 de setembro de 1927): 374–75.

de ações, afinal, não é nem de longe tão repreensível quanto considerar que a deflação é a principal ameaça em meio a uma era desvairadamente inflacionária. Mas era essa a conclusão lógica da posição estabilizacionista.

Podemos concluir que as autoridades do Federal Reserve, ao promulgar suas políticas inflacionárias, foram motivadas não apenas pelo desejo de contribuir para a inflação britânica e de subsidiar o setor agrícola, mas foram também guiados – ou melhor, perdidos – pela elegante teoria de que um nível de preços estável deveria ser o objetivo da manipulação monetária.[22]

[22] Seymour Harris, *Twenty Years of Federal Reserve Policy* (Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1933), vol. 1, 192ss., e Aldrich, *The Causes of the Present Depression and Possible Remedies* (Nova York, 1933), pp. 20–21.

Terceira parte
A grande depressão: 1929–1933

VII

O prelúdio da Depressão: Hoover e o *laissez-faire*

Se o governo pretende aliviar a depressão, e não agravá-la, a única medida válida é adotar o *laissez-faire* – deixar a economia em paz. Somente se não houver interferência, direta ou ameaçada, nos preços, nos salários e na liquidação de empresas, é que o necessário ajuste acontecerá suave e rapidamente. Qualquer estímulo a posições sem solidez adia sua liquidação e agrava condições insustentáveis. A elevação dos salários cria desemprego em massa, e o estímulo aos preços perpetua e cria excedentes não-vendidos. Além disso, um corte drástico no orçamento governamental – tanto em termos de impostos como de gastos – por si só vai acelerar o ajuste, ao dirigir a escolha social no sentido de mais poupança e mais investimento em relação ao consumo. Os gastos governamentais, afinal, não importando como sejam rotulados, não passam de consumo; qualquer corte no orçamento portanto eleva a proporção entre investimento e consumo na economia e permite uma validação mais rápida de projetos que, originalmente, eram desperdícios geradores de perdas. Por isso, a devida recomendação ao governo numa depressão é cortar o orçamento e deixar a economia totalmente em paz. O pensamento econômico atualmente em voga considera essa recomendação desesperadamente antiquada; na verdade, hoje ela encontra mais apoio nas leis econômicas do que encontrava no século XIX.

O *laissez-faire* era, de modo geral, a política tradicional nas depressões americanas antes de 1929. O precedente do *laissez-faire* foi estabelecido na primeira grande depressão americana, em 1819, quando o único ato do governo federal foi facilitar os termos de pagamento para seus próprios devedores de terras. O presidente Van Burren também assumiu uma postura firmemente *laissez-faire* durante o Pânico de 1837. Os governos federais que se seguiram tomaram um caminho semelhante, e os principais malfeitores ficaram sendo os governos estaduais, que de tempos em tempos permitiam que bancos insolventes continuassem a operar sem pagar suas obrigações.[1] Na depressão de 1920–1921, o governo interferiu ainda mais, mas não houve restrição à queda de salários, e tanto os gastos do governo quanto os impostos foram reduzidos. E essa depressão acabou em um ano – naquilo que o doutor Benjamin Anderson denominou "a última vez em que nos recuperamos naturalmente e voltamos ao pleno emprego".

[1] Para uma apreciação da importância desse fato para a história monetária americana, ver Vera C. Smith, *The Rationale of Central Banking* (Londres: P. S. King and Son, 1936).

O *laissez-faire*, então, era a política ditada tanto pela teoria sólida quanto pelos antecedentes históricos. Mas, em 1929, o bom caminho foi abandonado. Puxado pelo presidente Hoover, o governo embarcou naquilo que Anderson acertadamente definiu como "*New Deal* de Hoover". Se definirmos "*New Deal*" como um programa antidepressivo marcado pelo extensivo planejamento econômico por parte do governo – incluindo o estímulo aos salários e aos preços, a expansão do crédito, o apoio a empresas fracas, e o aumento nos gastos do governo (por exemplo, na forma de subsídios ao desemprego e às obras públicas) – Herbert Clark Hoover tem de ser considerado o fundador do *New Deal* nos Estados Unidos. Hoover, desde o começo da depressão, decidiu-se firmemente a violar todos os cânones do *laissez-faire*. Em consequência disso, deixou o governo com a economia nas profundezas de uma depressão sem precedentes, sem qualquer chance de recuperação em vista após três anos e meio, e com o desemprego na taxa inédita e terrível de 25% da força de trabalho.

O papel de Hoover como fundador de um programa revolucionário de planejamento governamental para combater a depressão tem sido injustamente negligenciado pelos historiadores. Franklin D. Roosevelt em grande parte apenas desenvolveu as políticas estabelecidas por seu antecessor. Ridicularizar o trágico fracasso de Hoover ao tentar curar a depressão, como se fosse um exemplo típico de *laissez-faire*, é ler os registros históricos de maneira drasticamente equivocada. A via de Hoover deve ser vista como um fracasso do planejamento governamental, e não do livre mercado.

A fim de retratar os esforços intervencionistas do governo Hoover para curar a depressão, podemos citar o resumo que o próprio Hoover fez de seu programa durante sua campanha presidencial no outono de 1932:

> Poderíamos não ter feito nada. Isso teria sido a completa ruína. Em vez disso, enfrentamos a situação com propostas às empresas privadas e ao Congresso, com o mais gigantesco programa de defesa e de contra-ataque econômicos jamais criado na história desta República. Nós o colocamos em ação (...) Nenhum governo em Washington até agora considerou que tivesse tanta responsabilidade em assumir a liderança em momentos como esse. (...) Pela primeira vez na história da depressão, os dividendos, os lucro e o custo de vida foram reduzidos antes de os salários sofrerem. (...) Eles foram preservados até que o custo de vida tivesse caído e os lucros tivessem praticamente sumido. Hoje eles são os maiores salários reais do mundo.

> Criar novos empregos e dar a todo o sistema um novo sopro vital; nunca antes na história deste país algo foi planejado para fazer tanto... "pelo homem e pela mulher comuns". Alguns economistas reacionários insistiram que deveríamos permitir que a liquidação acontecesse até chegarmos ao fundo... Determinamo-nos a não seguir o conselho desses liquidacionistas que queriam nos levar até o fim amargo, e ver todos os devedores dos Estados Unidos levados à falência, e a poupança do nosso povo destruída.[2]

A CONSEQUÊNCIA DO INTERVENCIONISMO DE HOOVER: DESEMPREGO

Hoover, é claro, não começou a ter ideias intervencionistas da noite para o dia. É instrutivo rastrear seu desenvolvimento e o desenvolvimento do país como um todo, se quisermos entender claramente como Hoover pôde com tanta facilidade, e com apoio nacional tão amplo, inverter as políticas que orientaram todas as depressões anteriores.

Herbert Clark Hoover era um tipo de político bastante "progressista". Vimos que Hoover foi pioneiro em tentativas de intimidar banqueiros de investimento a fazer empréstimos estrangeiros. A grande característica das intervenções de Hoover era a luva de pelica a cobrir o punho de ferro: isso é, os empresários seriam exortados a adotar "voluntariamente" medidas que o governo desejava, mas estava implícita a ameaça de que, se as empresas não se "voluntariassem" devidamente, logo viriam controles compulsórios.

Quando Hoover retornou aos Estados Unidos após a guerra e uma longa estadia no exterior, chegou armado da sugestão de um "Programa de Reconstrução". Esses programas são conhecidos da geração atual, mas eram novos nos Estados Unidos naquela época mais inocente. Como todos esses programas, ele trazia muito planejamento governamental, que previa a cooperação "voluntária" com "direção central".[3] O governo supostamente corrigiria "nossas falhas marginais" – incluindo a educação e a saúde

[2] De seu discurso de aceitação, feito em 11 de agosto, e de seu discurso de campanha em Des Moines em 4 de outubro. Para a versão completa dos discursos e do programa antidepressão de Hoover, ver William Starr Myers e Walter H. Newton, *The Hoover Administration* (Nova York: Scholarly Press, 1936), parte 1; William Starr Myers, ed. *The State Papers of Herbert Hoover*, vols. 1 e 2 (Nova York, 1934). Ver também Herbert Hoover, *Memoirs of Herbert Hoover* (Nova York: Macmillan, 1937), vol. 3.

[3] Ver Joseph Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization* (Nova York: Viking Press, 1959), vol. 14, p. 27.

subdesenvolvidas, o “desperdício” industrial, a não-conservação dos recursos, o pernicioso hábito de resistência à sindicalização, e o desemprego sazonal. No plano de Hoover havia maiores impostos sobre a herança, represas públicas, e, significativamente, a regulação governamental do mercado de ações, a fim de eliminar a “maldosa especulação”. Essa foi uma das primeiras demonstrações da hostilidade de Hoover em relação ao mercado de ações, hostilidade essa que viria a ser um dos *leitmotifs* de seu governo.[4] Hoover, que, é preciso admitir, nunca fingiu ser o guardião do *laissez-faire* que a maioria das pessoas julga que ele era, observa que algumas pessoas denunciaram seu programa, chamando-o de “radical” – o que aliás faz todo o sentido.

Hoover e seu programa eram tão “progressistas” que Louis Brandeis, Herbert Croly, da *New Republic*, o coronel Edward M. House, Franklin D. Roosevelt e outros Democratas de destaque por algum tempo fizeram fortes campanhas para eleger Hoover presidente.[5]

Hoover continuou a defender o intervencionismo em muitas áreas durante a década de 1920. Para o que nos interessa aqui, foi extremamente relevante a conferência sobre relações entre trabalho e gerência que Hoover dirigiu de 1919 a 1920, nomeado pelo presidente Wilson, tendo como colega o secretário de Trabalho William B. Wilson, antigo representante da United Mine Workers of America. A conferência – que incluía industriais “progressistas” como Julius Rosenwald, Oscar Straus e Owen D. Young, líderes trabalhistas e economistas como Frank W. Taussig – recomendava mais acordos coletivos, criticava os “sindicatos patronais”, instava à abolição do trabalho infantil, e clamava por seguro nacional para a velhice, por menos horas de trabalho, “melhores condições de moradia”, seguro saúde e conselhos arbitrais do governo para disputas trabalhistas. Essas recomendações refletiam as ideias de Hoover.[6]

Hoover foi nomeado secretário de Comércio pelo presidente Harding em março de 1921, sob pressão da ala esquerda do partido Republicano, liderada por William Allen White e pelo juiz Nathan Miller, de Nova York.

---

[4] Hoover, *Memoirs*, vol. 2, p. 29. É típica a retórica evasiva de Hoover: “Insisti que essas melhorias poderiam ser realizadas sem controle do governo, mas o governo deveria cooperar com pesquisas, com liderança intelectual [sic], e com proibições ao abuso do poder.”

[5] Cf. Arthur M. Schlesinger, Jr., *The Crisis of the Old Order, 1919–1933* (Boston: Houghton Mifflin, 1957), pp. 81ss.; Harris Gaylord Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression* (Nova York: Oxford University Press, 1959), pp. 24ss.

[6] Hoover registra que a “extrema direita” era hostil a essas propostas – o que é compreensível – e, como era digno de nota, a Câmara de Comércio de Boston. Ver também Eugene Lyons, *Our Unkown Ex-President* (Nova York: Doubleday, 1948), pp. 213–14.

(Hoover foi um dos primeiros políticos da geração moderna, que conseguem estar em casa em qualquer um dos partidos.) Vimos que o governo se valeu de uma política amplamente de *laissez-faire* durante a depressão de 1920–1921, mas isso não aconteceu por obra de Herbert Hoover. Pelo contrário, ele "se propunha a reconstruir os Estados Unidos"[7]. Ele só aceitou o cargo sob a condição de que seria consultado a respeito de todas as políticas econômicas do governo federal. Ele estava determinado a transformar o Departamento de Comércio no "intérprete econômico do povo americano (do qual eles precisam desesperadamente)"[8]. Mal Hoover assumiu o cargo, começou a organizar uma conferência econômica e um comitê sobre o desemprego. O comitê estabeleceu uma filial em cada estado que tinha muito desemprego, e também sub-filiais em comunidades municipais e Comitês de Emergência do Prefeito em 31 cidades.[9] O comitê contribuía com assistência aos desempregados, e também organizava a colaboração entre os governos municipal e federal.

Como recorda Hoover:

> Desenvolvemos a cooperação entre os governos federal, estadual e municipal a fim de ampliar as obras públicas. Convencemos os empregadores a "dividir" o tempo entre seus empregados, de modo que tantos quanto possível tivessem alguma renda. Organizamos as indústrias de modo a realizar reformas e consertos e, onde possível, a expandir a construção.[10]

A Standard Oil de Nova Jersey anunciou uma política de demissão de seus empregados mais antigos por último, e aumentou seus reparos e sua produção para estoque; a U. S. Steel também investiu US$ 10 milhões em reparos imediatamente após a conclusão da conferência.[11] Em suma, as grandes empresas foram as primeiras a concordar.

Felizmente, a depressão já tinha praticamente acabado no momento em que essas medidas poderiam surtir efeito, mas uma sombra sinistra

[7] Carta de Hoover para Wesley C. Mitchell, 29 de julho de 1921. Lucy Sprague Mitchell, *Two Lives* (Nova York: Simon and Schuster, 1953), p. 364.

[8] Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression*, p. 26.

[9] Ver Hoover, *Memoirs*, vol. 2; Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression*; e Lloyd M. Graves, *The Great Depression and Beyond* (Nova York: Brookmire Economic Service, 1932), p. 84.

[10] Hoover, *Memoirs*, vol. 2, pp. 41–42.

[11] Ver Joseph H. McMullen, "The President's Unemployment Conference of 1921 and its Results" (dissertação de mestrado inédita, Columbia University, 1922), p. 33.

agora pairava sobre todas as depressões futuras, sombra essa que se materializaria da pior maneira quando chegasse o *crash* de 1929. Mais uma vez, essas medidas traziam a característica marca de Hoover; a compulsão governamental e o planejamento foram adornados com a retórica da "cooperação voluntária". Ele se referia a essas medidas, e a outras que sugerira, como "mobilização da ação cooperativa de nossos manufatureiros e empregadores, de nossos corpos públicos e autoridades locais". E então começou a ser usada a analogia hoje tão conhecida com a guerra: "Poderíamos nos poupar de infinitas misérias se tivermos em todas as comunidades o mesmo espírito de cooperação espontânea para a reconstrução que tivemos na guerra."

Se o governo não interferiu fortemente na recessão de 1920–1921, houve bastantes sinistras sementes do futuro *New Deal*. Em dezembro de 1920, a War Finance Corporation foi reavivada como auxílio às exportações agrícolas, e foi estabelecida uma Foreign Trade Financial Corporation [Corporação Financeira para o Comércio Exterior]. As agitações do setor agrícola contra a especulação levaram ao Capper Grain Futures Act [Lei do Mercado Futuro de Grãos de Capper] em agosto de 1921, que regulava o comércio de títulos de grãos. Além disso, Nova York aprovou leis de aluguéis que restringiam o direito de despejo dos senhorios; Kansas criou uma Corte Industrial que regulava todas as principais indústrias, considerando-as "utilidades públicas"; e a Non-Partisan League [Liga Não-Partidária] conduziu experimentos socialistas em Dakota do Norte.[12]

Talvez, porém, o desenvolvimento mais importante de todos tenha sido a Conferência do Presidente sobre o Desemprego, que Harding convocou instigado pelo infatigável Herbert Hoover. Esse foi talvez o mais funesto sinal de todas as políticas anti-depressivas que viriam. Cerca de 300 homens de destaque da indústria, do setor bancário e do trabalhismo foram convocados em setembro de 1921 para discutir o problema do desemprego. O discurso do presidente Harding à conferência estava repleto de bom senso e foi quase o canto de cisne da maneira como a Antiga Ordem lidava com as depressões. Harding afirmou que a liquidação era inevitável e atacou o planejamento governamental, assim como qualquer sugestão de socorro do Tesouro. Disse ele: "O excesso de estímulo daquela fonte deve ser considerado causa de problemas e não de curas."[13]

---

[12] Ver Graves, *The Great Depression and Beyond*.

[13] Ver E. Jay Howenstine, Jr., "Public Works Policy in the Twenties", *Social Research* (dezembro de 1946): 479–500.

Para os membros da conferência, claro estava que as palavras de Harding eram meras pedras no caminho do progresso, e logo foram descartadas. Os participantes obviamente preferiram o discurso de abertura de Hoover, no sentido de que a era de passividade havia acabado; Hoover estava convencido de que, ao contrário do que sucedeu nas depressões anteriores, o governo devia "fazer alguma coisa"[14]. O objetivo da conferência era promulgar a ideia de que o governo deveria ser responsável por curar as depressões, ainda que seus patrocinadores não tivessem uma ideia clara das coisas específicas que o governo deveria fazer. Os passos importantes, na visão dos principais líderes, eram insistir na necessidade de que o planejamento governamental combatesse as depressões e reforçar a ideia de que as obras públicas serviam como remédio para a depressão.[15] A conferência fez grandes e repetidos elogios à expansão das obras públicas durante a depressão e insistiu em planos coordenados por todos os níveis do governo.[16] A fim de não ser superado pelo novo governo, o ex-presidente Wilson também clamou, em dezembro, por um programa de obras federais de estabilização.

Os defensores extremados das obras públicas ficaram desapontados porque a conferência não foi longe o suficiente. Por exemplo, o economista William Leiserson havia pensado que um Federal Labor Reserve Board [um Banco Central do Trabalho] "faria pelo mercado de trabalho aquilo que o Federal Reserve Board fazia pelos interesses bancários". As cabeças mais sábias, porém, viram que tinham obtido um grande ganho. Como resultado direto da conferência de Hoover, em 1921 e em 1922 o número de títulos de obras públicas vendidos foi o dobro de qualquer ano anterior; as verbas que o governo federal repassou aos estados especificamente para a construção de estradas chegaram a US$ 75 milhões no outono de 1921, e a opinião americana exaltou-se a respeito de toda essa questão.

---

[14] Ver Lyons, *Our Unknown Ex-President*, p. 230.

[15] Na verdade, obras públicas só fazem prolongar a depressão, agravar o problema do mal-investimento, e intensificar a escassez de poupança por meio do desperdício de mais capital. Elas também prolongam o desemprego ao aumentar os salários. Ver Mises, *Human Action* (New Haven, Conn: Yale University Press, 1949), pp. 792–94.

[16] O pagamento de salários de caridade no mesmo valor de salários de mercado começou na depressão de 1893; as obras públicas como remédio para a depressão começaram, em escala municipal, na recessão de 1914–1915. O secretário do Comitê do Desemprego de Nova York do prefeito John Purroy Mitchell insistiu em obras públicas em 1916, e Nathan J. Stone, o principal estatístico do U. S. Tariff Board [Conselho Tarifário do Governo dos Estados Unidos], insistiu numa reserva nacional para obras públicas e desemprego em 1915. Imediatamente após a guerra, o governador Alfred E. Smith, do estado de Nova York, e o governador Frank O. Lowden, de Illinois, insistiram num programa nacional de estabilização por meio de obras públicas. Ver Raphael Margolin, "Public Works as a Remedy for Unemployment in the United States" (dissertação de mestrado inédita, Columbia University, 1928).

Não foi por acidente que a conferência chegou a suas conclusões intervencionistas. Como costuma acontecer em conferências desse tipo, um pequeno grupo de assessores, junto com Herbert Hoover, efetivamente preparou as recomendações que os ilustres senhores da fachada devidamente ratificaram.[17] O secretário do Comitê de Obras Públicas, crucial, era Otto Tod Mallery, que havia muito era o principal defensor do país de programas de obras públicas em depressões. Mallery era membro, além de grande guia, do Conselho Industrial do Estado da Pensilvânia, e secretário da Comissão de Obras Públicas Emergenciais da Pensilvânia, pioneira no planejamento de obras públicas, e as resoluções de Mallery apontavam cuidadosamente para os exemplos da Pensilvânia e da Califórnia, que seriam os faróis que o governo federal deveria seguir.[18] Mallery era um dos grandes guias da American Association for Labor Legislation [Associação Americana de Legislação Trabalhista] (AALL), organização de cidadãos e de economistas destacados que se dedicava à promoção da intervenção governamental nos campos do trabalho, do desemprego e da previdência. A Association havia realizado sua primeira conferência nacional sobre o desemprego no começo de 1914. Agora, John B. Andrews, seu diretor executivo, gabava-se de as recomendações da Conferência Presidencial seguirem as recomendações padrão formuladas pela AALL em 1915. Essas recomendações padrão incluíam obras públicas e assistência pública emergencial, *pagas segundo os salários e horários de sempre* – os salários do período do *boom* deveriam ser mantidos.[19] O fato de a Conferência ter seguido a linha da AALL também não foi coincidência. Além do papel crucial de Mallery, a Conferência também empregou o conhecimento especializado dos seguintes economistas, *todos os quais eram membros da AALL*: John B. Andrews, Henry S. Dennison, Edwin F. Gay, Samuel A. Lewisohn, Samuel McCune Lindsay, Wesley C. Mitchell, Ida M. Tarbell, Mary Van Kleeck e Leo Wolman.[20]

---

[17] McMullen, "The President's Unemployment Conference of 1921 and its Results", p. 16.

[18] A Pensilvânia havia estabelecido o primeiro programa de estabilização por meio de obras públicas em 1917, em grande parte por inspiração de Mallery; posteriormente, ele foi cancelado. Mallery também havia sido nomeado diretor de uma nova Divisão de Desenvolvimento de Obras Públicas por Estados e Cidades Durante o Período de Transição, no governo Wilson. Ver Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization*, vol. 4, p. 7.

[19] Ver John B. Andrews, "The President's Unemployment Conference – Success or Failure?", *American Labor Legislation Review* (dezembro de 1921): 307–10. Ver também "Unemployment Survery", in ibid., pp. 211–12.

[20] *American Labor Legislation Review* (março de 1922): 79. Entre as autoridades da AALL também estavam: Jane Addams, Thomas L. Chadbourne, o professor John R. Commons, o professor Irving Fisher, Adolph Lewisohn, Lillian Wald, Feliz M. Warburg, Woodrow Wilson e o rabino Stephen S. Wise.

Parece claro que não se esperava que os empresários na conferência fossem informar as políticas; a função deles era receber a doutrina da linha Hoover–AALL e então difundir a mensagem intervencionista aos demais empresários. Andrews decidiu fazer um elogio todo especial a Joseph H. Defrees, da Câmara de Comércio dos Estados Unidos, que apelou a muitas organizações empresariais para que cooperassem com os Comitês de Emergências dos Prefeitos, e, de modo geral, para que aceitassem a "responsabilidade empresarial" de resolver o problema do desemprego. Samuel Gompers, presidente da American Federation of Labor [Federação Americana do Trabalho] (AFL) também louvou a ampla aceitação, por parte da indústria, de sua "responsabilidade" pelo desemprego, como resultado daquela Conferência.

Hoover fez o que pôde para interferir na recessão, tentando ainda estimular a construção de casas e insistindo para que os bancos financiassem mais exportações. Felizmente, porém, Harding e o resto do primeiro escalão não estavam convencidos das virtudes dos "remédios" governamentais para a depressão. Contudo, oito anos depois, Hoover finalmente teria sua chance. Como conclui Lyons: "Foi estabelecido um precedente para a intervenção federal nas depressões econômicas, para grande horror dos conservadores."[21]

Existe, é claro, uma lei sociológica que diz que, quando nasce uma agência do governo, ela nunca morre, e a Conferência foi fiel a essa lei. A Conferência dividiu-se em três comitês de pesquisa, geridos por uma equipe de especialistas, com Hoover na direção geral. Um projeto deu fruto em *Planning and Control of Public Works*, de Leo Wolman, estudo pró-obras públicas publicado em 1930. Um segundo comitê publicara em 1924, em cooperação com a Divisão de Construção e Moradia do departamento de Comércio, o estudo *Seasonal Operation in the Construction Industry* [Operação Sazonal da Indústria de Construção]. Essa obra instava à estabilização sazonal da construção, e foi em parte o resultado de um período de atividade de propaganda do American Construction Council [Conselho da Construção Americana], associação comercial presidida por Franklin Delano Roosevelt. Seu prefácio foi escrito por Herbert Hoover.[22]

[21] Lyons, *Our Unknown Ex-President*, p. 230.

[22] O American Construction Council foi criado em resposta à caça à indústria de construção de Nova York por parte das autoridades estaduais e federais durante a depressão de 1920–1921. Os governos acusaram a indústria de "fixação de preços" e de "lucros excessivos". Hoover e Roosevelt juntos criaram o Council no verão de 1922, a fim de estabilizar e de organizar a indústria. O objetivo era cartelizar a construção, impor diversos códigos de operação e de "ética", e planejar a indústria inteira. Enquanto presidente do Council, Franklin Roosevelt aproveitou diversas oportunidades para denunciar a busca pelos lucros e o aferrado individualismo. Os "códigos de práticas justas" foram ideia de Hoover. Ver Daniel R. Fusfeld, *The Economic Thought of Franklin D. Roosevelt and the Origins of the New*

O projeto mais importante foi o estudo *Busines Cycle and Unemployment* [*Ciclo econômico e desemprego*], publicado em 1923.

Hoover convidou o National Bureau of Economic Research (presidido por Wesley C. Mitchell) a fazer um levantamento de fatos relacionados aos problemas de prever e de controlar os ciclos econômicos, e então nomeou um Comitê para Ciclos Econômicos que preparasse recomendações de políticas para o relatório. O presidente do Comitê era Owen D. Young, e entre os demais membros estavam Edward Eyre Hunt, que fora secretário da Conferência Presidencial, Joseph Defrees, Mary Van Kleeck, Clarence Woolley e Mathew Woll, da AFL. Os fundos para o projeto foram em grande parte fornecidos pela Carnegie Corporation. Wesley C. Mitthcell, do National Bureau e da AALL, planejou e dirigiu o relatório, que incluía capítulos intervencionistas de Mallery e de Andrews sobre obras públicas e sobre a assistência financeira ao desemprego, e de Wolman sobre o seguro-desemprego. Se o National Bureau faria apenas um levantamento de fatos, Mitchell, ao discutir seu relatório, defendeu "experimentações sociais".[23]

Enquanto isso, Hoover não tinha ficado ocioso no front mais diretamente legislativo. O senador W. S. Kenyon, de Iowa, apresentou no final de 1921 uma lei que contava com o apoio de Hoover, que era a corporificação das recomendações da Conferência e que exigia especificamente um programa de estabilização de obras públicas. Nas audiências de dezembro de 1921, a lei Kenyon teve o apoio de diversos economistas renomados, e também da American Federation of Labor, do American Engineering Council [Conselho Americano de Engenharia] (que acabara de nomear Hoover seu presidente) e da Câmara de Comércio dos Estados Unidos. Um dos defensores era Wesley C. Mitchell. A lei nunca chegou a ser votada, porém, em grande parte por causa do saudável ceticismo dos senadores, baseado em ideias de *laissez-faire*.

O próximo projeto de lei de estabilização por meio de obras públicas a circular pelo Congresso foi a Lei Zihlman, na Câmara. Ela era promovida pela National Unemployment League [Liga Nacional do Desemprego], formada em 1922 para esse propósito. As audiências aconteceram no Comitê da Câmara para o Trabalho em fevereiro de 1923. Hoover defendeu a proposta, mas ela não foi adotada.

Deal (Nova York: Columbia University Press, 1956), pp. 102ss.

[23] Wesley C. Mitchell, "Unemployment and Business Fluctuations", *American Labor Legislation Review* (março de 1923): 15–22.

Por fim, Hoover apresentou o relatório sobre Ciclos Econômicos e Desemprego ao Congresso, e instou fortemente à adoção de um programa de obras públicas nas depressões. Depois, em 1929, o Comitê para Mudanças Econômicas Recentes, de Hoover, também viria a defender um programa de obras públicas.

Em 1924, a AALL continuou sua campanha, participando de uma conferência nacional que propunha o planejamento de obras públicas. A conferência foi convocada pelas Federated American Engineering Societies [Sociedades Federadas de Engenharia Americanas] em janeiro. Em 1923, os estados de Wisconsin e de Massachusetts foram convencidos a adotar um programa de estabilização por meio de obras públicas. Massachusetts foi diretamente persuadida pelo testemunho dos onipresentes Andrews e Mallery. Esses programas estaduais nunca se traduziram em ação afetiva, mas serviam para indicar o ambiente que se desenvolvia. Em janeiro de 1925, Hoover teve a satisfação de ver o presidente Coolidge adotar sua posição. Dirigindo-se aos Associated General Contractors of America [Empreiteiros Gerais Associados dos Estados Unidos] (grupo que teria muito a ganhar com um programa governamental de construções), Coolidge pediu um planejamento de obras públicas que estabilizasse as depressões. Os senadores George H. Pepper e James Couzens tentaram aprovar leis de planejamento de obras públicas em 1925 e em 1926, mas fracassaram, assim como as tentativas posteriores do senador Wesley Jones, que propôs leis que haviam sido preparadas pelo Departamento de Comércio de Hoover. O senado Republicano estava absolutamente recalcitrante, e uma lei Pepper foi bloqueada ali. Mesmo os relatórios favoráveis de seu Comitê de Comércio não comoviam o senado. Àquela altura, não apenas Hoover e Coolidge, mas também o secretário Mellon e o partido Democrata em 1924, e depois o governador Alfred E. Smith, do estado de Nova York, haviam manifestado seu apoio ao programa de obras públicas. Em maio de 1928, o senador Robert F. Wagner (democrata, de Nova York) apresentou três leis para um planejamento abrangente das obras públicas, incluindo a criação de um conselho de estabilização do emprego, mas o plano não foi considerado pelo Congresso.[24]

Depois de Hoover ser eleito presidente, ele ficou mais circunspecto ao apresentar suas ideias, mas continuou o combate com renovado vigor. Sua

[24] Os seguintes economistas, empresários e outros líderes a essa altura já tinham trabalhado na American Association for Labor Legislation, além daqueles mencionados acima: Ray Stannard Baker, Bernard M. Baruch, senhora Mary Beard, Joseph P. Chamberlain, Morris Llewellyn Cooke, Fred C. Croxton, Paul H. Douglas, Morris L. Ernst, Herbert Feis, S. Fels, Walton H. Hamilton, William Hard, Ernest M. Hopkins, Royal W. Meeker, Broadus Mitchell, William F. Ogburn, Thomas I. Parkinson, senhora George D. Pratt, Roscoe Pound, senhora Raymond Robins, Julius Rosenwald, John A. Ryan, Nahum I. Stone, Gerard Swope, senhora Frank A. Vanderlip, Joseph H. Willits, e John G. Winant.

técnica era "vazar" o "Plano Hoover" para colegas de confiança, que obviamente estariam apresentando as ideias de Hoover. Como seu canal, ele escolheu o governador Ralph Owen Brewster, do Maine. Brewster apresentou um plano de obras públicas à Conferência de Governadores no fim de 1928, e falou eloquentemente sobre o plano, que seria desenhado para "impedir depressões".[25] O fato de ele ter usado a expressão "Road to Plenty" ["Caminho da Abundância"] dificilmente era coincidência, porque Hoover havia adotado o plano dos senhores Foster e Catchings, cujas linhas gerais recentemente haviam sido apresentadas no famoso livro *The Road to Plenty* (1928). Os autores haviam apresentado o plano a Brewster, e, após a aprovação de Hoover, Brewster trouxe o professor William T. Goster para a Conferência de Governadores na qualidade de assessor técnico. Foster e Catchings, guias da inflação, da alta do mercado, e renomados subconsumistas, estavam intimamente associados à campanha por obras públicas. Foster era diretor da Pollak Foundation for Economic Research [Fundação Pollak para a Pesquisa Econômica], fundada pelo banqueiro de investimentos Waddill Catchings. A dupla havia publicado uma série de livros muito populares durante a década de 1920, gritando por panaceias como obras públicas e inflação monetária.[26]

Ainda que sete ou oito governadores tivessem entusiasmo pelo Plano Hoover-Foster-Catchings, a Conferência adiou a consideração da ideia. Grande parte da imprensa louvou o plano usando termos extravagantes, chamando-o de "seguro-prosperidade", "reserva de prosperidade" ou "pacto para criminalizar a depressão", ao passo que órgãos mais conservadores devidamente o ridicularizaram, chamando-o de esforço quimérico e socialista de criminalizar a lei de oferta e demanda. Não surpreendeu que William Green, da AFL, tenha elogiado o plano, como se fosse o mais importante pronunciamento sobre salários e emprego em uma década, ou que John P. Frey, da AFL, tenha anunciado que agora Hoover tinha aceitado a velha teoria da AFL de que as depressões são causadas por subconsumo e por salários baixos.[27] A imprensa noticiou que "o trabalhismo está jubilante, porque seus líderes creem que o próximo presidente encon-

[25] Ralph Owen Brewster, "Footprints on the Road to Plenty – A Three Billion Dollar Fund to Stabilize Business", *Commercial and Financial Chronicle* (28 de novembro de 1928): 2527.

[26] O Plano Foster–Catchings clamava por um programa organizado de obras públicas de 3 bilhões de dólares para aplainar o ciclo econômico e estabilizar o nível de preços. A iniciativa individual, julgaram os autores, pode até ser boa, mas numa situação desse tipo "precisamos de uma liderança coletiva". William T. Foster e Waddill Catchings, *The Road to Plenty* (Boston: Houghton Mifflin, 1928), p. 187. Para uma crítica brilhante das teorias de subconsumo de Foster e de Catchings, ver F. A. Hayek, "The 'Paradox' of Savings", em *Profit, Interest, and Investment* (Londres: Routledge and Kegan Paul, 1939), pp. 199–263.

[27] Ver Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization*, vol. 4, pp. 349–50.

trou... um remédio para o desemprego que, ao menos em sua filosofia e em seus fundamentos, é idêntico ao do trabalhismo."[28]

A proximidade de Foster e de Catchings com Hoover é outra vez demonstrada pelo relato detalhado de seu próprio plano, que publicaram em abril de 1929. Num artigo intitulado "Mr. Hoover's Plan: What It Is and What It Is Not – A New Attack on Poverty" ["O plano de Hoover: o que ele é e o que ele não é – um novo ataque à pobreza], eles escreveram, com autoridade, que Hoover se valeria de uma reserva de obras públicas de estabilização, não de US$ 150 milhões, como tantas vezes se tinha dito nos anos anteriores, mas de gigantescos US$ 3 bilhões. Esse plano aplainaria os preços e o ciclo econômico, e estabilizaria a economia. Enfim a economia científica seria brandida como uma arma por um presidente americano: "O Plano... é a economia guiada por mensurações e não por palpites. É a economia na era da ciência – uma economia digna do novo presidente."[29]

O desenvolvimento do intervencionismo de Hoover: relações trabalhistas

Não podemos compreender a desastrosa interferência de Hoover no mercado de trabalho durante a depressão sem examinar o desenvolvimento de suas ideias e de suas ações no front trabalhista durante a década de 1920. Vimos que seu Programa de Reconstrução e sua Conferência Econômica de 1920 faziam o elogio dos acordos coletivos e do sindicalismo. Em 1920, Hoover preparou um encontro dos principais industriais com "ideias avançadas" sobre relações trabalhistas para tentar (sem sucesso) convencê-los a "estabelecer relações" com a American Federation of Labor.[30] De 1919 a 1923, Hoover tentou convencer as empresas privadas a fazer seguro para aquilo que pode ser objeto de seguro adotando o seguro desemprego, e em 1925 ele elogiou a American Federation of Labor por

[28] "Hoover's Plan to Keep the Dinner-Pail Full", *Literary Digest* (8 de dezembro de 1928): 5–7.

[29] William T. Forster e Waddill Catchings, "Mr. Hoover's Plan – What It Is and What It Is Not – The New Attack on Poverty", *Review of Reviews* (abril de 1929): 77–78. Para uma visão laudatória das perspectivas pró-obras públicas de Hoover na década de 1920, por um funcionário da AALL, ver George H. Trafton, "Hoover and Unemployment", *American Labor Legislation Review* (setembro de 1929): 267ss.; e idem, "Hoover's Unemployment Policy", *American Labor Legislation Review* (dezembro de 1929): 373ss.

[30] Irving Bernstein, *The Lean Years: A History of the American Worker, 1920–1933* (Boston: Houghton Mifflin, 1969), p. 147. Já em 1909 Hoover dissera que os sindicatos eram "os devidos antídotos para as organizações ilimitadamente capitalistas", ibid., p. 250.

ter "exercido uma forte influência na estabilização da indústria". Ele também defendeu uma emenda para o desemprego compulsório do trabalho infantil, que teria reduzido o produto nacional, e também teria elevado os custos do trabalho e os salários dos trabalhadores adultos seus competidores. A mais importante das atividades de Hoover no campo trabalhista foi a guerra que venceu contra a United States Steel e seu presidente, o juiz Elbert H. Gary, guerra conduzida como "habilidosa campanha publicitária" (nas palavras de um admirador de Hoover) contra as "bárbaras" horas de trabalho na indústria de aço.[31] O sucesso dessa batalha fez com que depois, na depressão de 1929, fosse muito mais fácil convencer os homens de negócios a seguir suas políticas trabalhistas. Hoover decidira que a jornada de doze horas de trabalho na indústria de aço tinha de ser erradicada e trocada pela jornada de oito horas. Ele convenceu Harding, num lapso de seus instintos normalmente voltados para o *laissez-faire*, a realizar uma conferência de produtores de aço em maio de 1922, em que Harding e Hoover conclamaram os magnatas a eliminar a jornada de 12 horas. Um biógrafo seu admirador observa com satisfação que Hoover fez os líderes do aço "contorcerem-se".[32] Claro que foi fácil para Harding e para Hoover, muito distantes da necessidade de cumprir pagamentos para a produção organizada, dizer a outras pessoas quantas horas e em que condições elas deveriam trabalhar. Hoover teve o apoio de empresários do aço "esclarecidos", como Alexander Legge e Charles R. Hook, mas enfrentou a dura oposição de outros líderes, como Charles M. Schwab, e, é claro, do juiz Gary, presidente do conselho da U. S. Steel e presidente do American Iron and Steel Institute [Instituto Americano do Ferro e do Aço]. A guerra havia começado.

A campanha na indústria de aço, deve-se observar, não tinha sido iniciada por Hoover. Sua origem datava de setembro de 1919, quando Gary recusou-se a fazer um acordo coletivo com um sindicato. Os operários fizeram greve por causa disso, e a greve foi liderada pelo líder comunista William Z. Foster. No momento em que a greve fracassou, em janeiro de 1920, a opinião pública, considerando, e com justiça, que a greve tinha inspiração bolchevique, ficou totalmente do lado da U. S. Steel. À essa altura, porém, o Interchurch World Movement [Movimento Mundial Intereclesiástico] havia nomeado uma Comissão de Inquérito para investigar a greve; em julho de 1920, saiu o relatório da Comissão, favorável aos grevistas, e assim começou a campanha pela jornada de doze horas.[33] O relatório

[31] Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression*, p. 28.

[32] Lyons, *Our Unknown Ex-President*, p. 231.

[33] Ver Marshall Olds, *Analytis of the Interchurch World Movement Report on the Steel Strike* (Nova York: G. P. Putnam and Sons, 1922), pp. 417ss.

deu início a uma guerra de propaganda, em que os esquerdistas do país tentavam mudar o temperamento mesmo da opinião pública. O reverendo A. J. Muste, o *Socialist New York Call*, o *Labor* e *The Nation* defenderam o relatório, ao passo que as associações empresariais atacaram duramente o inquérito. Entre essas, estavam a National Association of Manufacturers [Associação Nacional das Manufaturas], a National Civic Federation [Federação Cívica Nacional], o *Wall Street Journal*, e outros. Muitos jornais religiosos, porém, foram convencidos pelo prestígio do comitê (um prestígio religioso que de algum modo se transmitia a questões seculares) a mudar suas ideias anteriores e associar-se ao lado anti-indústria.

Foi nesse ponto crítico da batalha que Hoover entrou, convencendo o presidente Harding a entrar junto. Hoover "deliberadamente contou a história" do fracasso do encontro privado com Gary, Schwab e os outros à imprensa. Ele disse à imprensa que o presidente Harding estava "tentando convencer a indústria a adotar uma jornada de trabalho razoável"[34]. Assim o governo mobilizou a opinião pública em favor do sindicato. Hoover conseguiu que as Engineering Societies nacionais – efetivamente dominadas por Hoover – emitissem um relatório (outra vez, fora de sua competência) defendendo a jornada de oito horas em novembro de 1922. Hoover elogiou o relatório, escreveu a introdução, e convenceu Harding a assiná-lo.

Sob pressão presidencial, o juiz Gary nomeou um comitê da indústria do aço, liderado por ele mesmo, para estudar a questão. O comitê publicou seu relatório em 25 de maio de 1923, rejeitando de modo unânime as demandas pela jornada de oito horas. A U. S. Steel também publicou uma resposta ao relatório do Interchurch World Movement, escrito pelo senhor Marshall Olds, com a aprovação do professor Jeremiah W. Jenks, economista de renome. Os xingamentos à indústria de aço vieram de todos os lados. Foram esquecidos os argumentos usados pela U. S. Steel de que os trabalhadores preferiam a jornada de doze horas por causa do salário maior, e que a produção sofreria com uma jornada de oito horas.[35]

Esse e outros argumentos foram varridos pela onda de sentimentalismo que castigava o assunto. As forças do Evangelho Social vociferavam seus anátemas. Comitês de "Justiça Social" e de "Ação Social" de organizações protestantes, católicas e judaicas gritavam a respeito de questões

[34] Lyons, *Our Unkown Ex-President*, p. 231.

[35] Igualmente esquecido foi o fato de que os *salários* eram parte da disputa, e também as horas. Os trabalhadores queriam menos horas com "salário mínimo", ou, nas palavras do *Inquiry Report*, "um salário que garanta o mínimo de conforto" – em suma, eles queriam salários por hora mais altos. Ver Samuel Yellen, *American Labor Struggles* (Nova York: S. A. Russell, 1956), pp. 255ss.

sobre as quais praticamente nada entendiam. Acrescentando um códice quantitativo aos códigos morais da Bíblia, não hesitavam em declarar que a jornada de doze horas era "moralmente indefensável". Eles não explicavam se ela tinha *subitamente* se tornado "moralmente indefensável" ou se ela, e jornadas até mais longas, tinham sido moralmente perversas ao longo dos séculos. Fosse esse o caso, certamente era estranho que incontáveis gerações anteriores de religiosos tenham ignorado esse pretenso pecado; se não fosse, então um curioso relativismo histórico agora se imiscuía às verdades supostamente eternas da Bíblia.

A American Association for Labor Legislation naturalmente entrou na disputa, ameaçando criar leis federais estabelecendo um máximo de horas de trabalho se a indústria do aço não sucumbisse a suas exigências. Porém, o golpe mais eficaz foi uma severa carta pública de censura enviada a Gary pelo presidente Harding em 18 de junho, escrita por Hoover para o presidente. Diante dos pedidos e das demandas públicas de Harding, Gary finalmente capitulou em julho, permitindo que Hoover inserisse a notícia da vitória no discurso de Harding do dia da independência.

A vitória de Hoover e de Harding sobre a U. S. Steel efetivamente domesticou a indústria, que, após essa lição, não teve mais forças para resistir a uma potente combinação de pressões públicas e governamentais.[36]

Isso também não exauriu o intervencionismo trabalhista de Hoover durante a década de 1920. Hoover desempenhou um forte papel no incentivo aos sindicatos ferroviários, e em impor à indústria ferroviária o Railway Labor Act [Lei do Trabalho Ferroviário] – a primeira inclusão permanente do governo federal no gerenciamento das relações de trabalho. O problema ferroviário havia começado na Primeira Guerra Mundial, quando o governo federal tomou para si o controle das ferrovias da nação. Comandada por McAdoo, secretário do Tesouro, a política do governo consistia em incentivar a sindicalização. Após o fim da guerra, os sindicatos ferroviários fizeram o que podiam para perpetuar esse bastião do socialismo, e defenderam o Plano Plumb, que pedia a operação conjunta das ferrovias por empregadores, sindicatos e o governo.

As ferrovias foram devolvidas aos proprietários particulares em 1920, mas o Congresso deu um perigoso brinde aos sindicatos ao criar um Conselho do Trabalho Ferroviário, com representação tripartite, para resolver

[36] Sobre o episódio da jornada de trabalho de doze horas, ver Frederick W. McKenzie, "Steel Abandons the 12–Hour Day", *American Labor Legislation Review* (setembro de 1923): 179ss; Hoover, *Memoirs*, vol. 2, pp. 103–04; e Robert M. Miller, "American Protestantism and the Twelve-Hour Day", *Southwestern Social Science Quarterly* (setembro de 1956): 137–48. No mesmo ano, o governador Pinchot, da Pensilvânia, forçou as minas de carvão antracito do estado a adotar a jornada de oito horas.

todas as disputas trabalhistas. As decisões do Conselho não tinham força de lei, mas podiam exercer uma pressão indevida na opinião pública. Os sindicatos ficaram contentes com esse arranjo, até que as autoridades governamentais viram a luz da verdade econômica durante a depressão de 1921, e recomendaram reduções salariais. No verão de 1922, os sindicatos ferroviários não-operantes fizeram uma greve nacional para desafiar a redução proposta. Enquanto o procurador-geral Daugherty agiu com competência em defesa da integridade de pessoas e de propriedades ao obter um mandado federal contra a violência sindical, o senhor Hoover, "horrorizado", convenceu Hughes, secretário de Estado, a ficar a seu lado, e convenceu Harding a forçar a Daugherty a retirar o mandado. Hoover também interveio de maneira privada, mas insistente, para tentar arrancar das ferrovias concessões em favor dos sindicatos.

Após os sindicatos serem derrotados na greve, determinaram-se a reescrever a lei de modo a poder estabelecer-se com a ajuda da coerção federal. A partir de 1923, os sindicatos passaram a lutar por uma lei de arbritragem compulsória. Eles atingiram esse objetivo com o Railway Labor Act de 1926, que efetivamente garantia os acordos coletivos aos sindicatos ferroviários. A lei foi redigida pelos advogados sindicais Donald Richberg e David E. Lilienthal, e também por Herbert Hoover, que tivera a ideia do Railway Labor Mediation Board [Conselho Ferroviário de Mediação Trabalhista]. Vendo que o apoio para essa lei só crescia, e seduzida pela promessa do fim das greves, a maior parte da indústria ferroviária capitulou e apoiou a lei. O Railway Labor Act – o primeiro passo gigantesco no sentido da coletivização das relações trabalhistas – só teve a oposição de algumas ferrovias mais perspicazes, e da National Association of Manufacturers [Associação Nacional de Manufaturas][37].

Ainda mais insidiosa do que a atitude pró-sindicatos de Hoover foi sua adoção da nova teoria de que altos salários eram uma importante causa da prosperidade. Durante a década de 1920, difundiu-se a ideia de que os Estados Unidos eram mais prospéros do que os outros países *porque* seus empregadores generosamente pagavam maiores salários, assim garantindo que os trabalhadores possuíam o poder de compra necessário para adquirir os produtos da indústria. Enquanto os salários reais maiores são na verdade *consequência* da maior produtividade e do investimento de capital, essa teoria coloca o carro na frente dos bois ao afirmar que os altos salários eram a *causa* da alta produtividade e dos elevados padrões de vida. Seguia-se, é claro, que os altos salários deveriam ser mantidos, ou até elevados, a fim de evitar a depressão que ameaçava surgir. Hoover começou

[37] Para uma visão pró-sindicatos do *affair*, ver Donald R. Richberg, *Labor Union Monopoly* (Chicago: Henry Regnery, 1957), pp. 3–28; ver também Hoover, *Memoirs*, vol. 2.

a defender essa teoria durante a Conferência do Desemprego de 1921. Os empregadores no comitê manufatureiro queriam insistir que a redução salarial seria a cura para o desemprego, mas Hoover conseguiu aniquilar essa recomendação.[38] No meio da década de 1920, Hoover trombeteava a "nova economia" e atacava a "velha economia" que resistia ao novo ensinamento. Num discurso de 12 de maio de 1926, o secretário Hoover anunciou a boa nova dos maiores salários, que se mostraria tão desastrosa alguns anos depois:

> não faz muitos anos – o empregador julgava que era seu interesse usar as oportunidades de desemprego e de imigração para reduzir os salários, independentemente de outras considerações. Os menores salários e as horas mais longas eram então entendidas como o meio de obter o menor custo possível de produção, e os maiores lucros (...) Mas já estamos bem avançados no caminho que leva a novas concepções. A essência mesma da grande produtividade são salários altos e preços baixos, porque ela depende de uma ampliação... do consumo, que só pode vir do poder de compra de salários altos reais e de padrões de vida mais elevados.[39]

Hoover não era o único a celebrar a "nova economia". O National Industry Conference Board [Conselho da Conferência Nacional da Indústria] observou que, se durante a depressão de 1920–1921 os salários caíram 19% em um ano, a teoria do salário maior desde então tornara-se dominante. Cada vez mais pessoas adotavam a teoria de que o corte salarial secaria o poder de compra e assim prolongaria a depressão, ao passo que salários altos rapidamente curariam a estagnação econômica. Essa doutrina, junto da teoria de que altos salários causam prosperidade, era pregada por muitos industriais, economistas e líderes trabalhistas durante a década de 1920.[40] O National Industry Conference Board observou que "muito se ouviu falar sobre uma nova era, em que grandes depressões econômicas não aconteceriam". E o professor Leo Wolman afirmou que a teoria dominante da década de 1920 era que "salários altos e crescentes eram necessários para um fluxo pleno do poder de compra e, portanto, para uma

---

[38] Ver McMullen, "The President's Unemployment Conference of 1921 and its Results", p. 17.

[39] Hoover, *Memoirs*, vol. 2, p. 108.

[40] Um desses industriais era o mesmo Charles M. Schwab, presidente da Bethlehem Steel, que havia travado uma amarga luta com Hoover na questão da jornada de oito horas. Assim, no começo de 1929, Schwab opinou que a maneira de preservar uma prosperidade permanente era "pagar ao trabalho os maiores salários que fossem possíveis". *Commercial and Financial Chronicle* 128 (5 de janeiro de 1929): 23.

economia sólida"[41].

Como último desenvolvimento da famosa conferência de 1921, o Comitê para Mudanças Econômicas Recentes, de Hoover, emitiu um relatório geral em diversos volumes sobre a economia americana em 1929. Outra vez, as investigações básicas eram feitas pelo National Bureau. O Comitê não previu sob nenhum aspecto a grande depressão. Em vez disso, elogiou a estabilidade de preços da década de 1920 e os salários maiores. Celebrou o *boom*, sem perceber que era este, na verdade, seu canto de cisne: "com a alta dos salários e a relativa estabilidade de preços, tornamo-nos consumidores daquilo que produzimos numa medida nunca antes concebida". No começo do pós-guerra, o Comitê opinara que havia clamores reacionários por "liquidações" do trabalho, que retornaria aos padrões de antes da guerra. Mas logo os "líderes do pensamento industrial" enxergaram que os salários altos sustentavam o poder de compra, que por sua vez sustentava a prosperidade.

Eles começaram a propor conscientemente o princípio de altos salários e baixos custos como política esclarecida de prática industrial. Esse princípio desde então vem chamando a atenção dos economistas do mundo inteiro – sua aplicação em larga escala é uma grande novidade.[42]

Essa mudança no clima industrial, de acordo com o Comitê, chegou em poucos anos, em grande parte por causa da Conferência sobre o Desemprego. No outono de 1926, Eugene Grace, magnata do aço, já trombeteava o novo ensinamento no *Saturday Evening Post*.[43]

As conclusões do comitê econômico nomeado por Hoover por si só eram sinistras. "Para manter o equilíbrio dinâmico" da década de 1920, declarava, é preciso que haja lideranças que ofereçam cada vez mais "atenção e controle públicos deliberados". De fato, "a pesquisa e o estudo, a classificação ordenada do conhecimento... podem perfeitamente fazer com que o controle total do sistema econômico seja possível". A fim de manter o equilíbrio, "Nós... (devemos) desenvolver uma técnica de equilíbrio", técnica essa que seria dada por economistas, estatísticos e engenheiros, todos "trabalhando juntos em harmonia".

[41] National Industrial Conference Board, *Salary and Wage Policy in the Depression* (Nova York: Conference Board, 1923), p. 3; Leo Wolman, *Wages in Relation to Economic Recovery* (Chicago: University of Chicago Press, 1931), p. 1.

[42] Committee on Recent Economic Changes, *Recent Economic Changes in the United States* (Nova York: McGraw–Hill, 1929), vol. 1, p. xi.

[43] Committee on Recent Economic Changes, *Recent Economic Changes in the United States* (Nova York: McGraw–Hill, 1929), vol. 2; Henry Dennison, "Management", p. 523.

E assim, o presidente Herbert Hoover, às vésperas da Grande Depressão, estava de prontidão para enfrentar quaisquer avisos de tempestades no horizonte econômico.[44] Hoover, o "Grande Engenheiro", agora estava armado para lutar em muitos fronts, tendo as poderosas armas e planos de uma "nova ciência econômica". Libertados dos credos já batidos do *laissez-faire*, ele usaria com audácia suas armas "científicas", se fosse necessário, para colocar o ciclo de negócios sob controle do governo. Como veremos, Hoover não deixou de empregar imediata e vigorosamente seus princípios políticos "modernos", nem os novos "instrumentos" que os economistas "modernos" lhe haviam dado. E, como consequência direta, os Estados Unidos ficaram prostrados como nunca antes. Contudo, por uma irônica virada do destino, o pandemônio deixado por Hoover ao sair do governo foi atribuído, por seus críticos Democratas, a sua devoção aos desgastados princípios do *laissez-faire*.

[44] Outro aperitivo importante do futuro National Recovery Act [Lei de Recuperação Nacional] foi o uso de Hoover do departamento de Comércio durante a década de 1920 para ajudar as corporações a criar "códigos" aprovados pela Federal Trade Commission (FTC), a fim de restringir a competição, em nome da eliminação de práticas comerciais "injustas".

VIII

Começa a depressão: o presidente Hoover assume o comando

E assim vemos que, quando a Grande Depressão chegou, anunciada pela quebra da bolsa em 24 de outubro, o presidente Hoover estava preparado para a provação, pronto a iniciar um programa sem precedentes de intervenção governamental para aumentar os salários, para realizar obras públicas, e para estimular posições insustentáveis que viria a ser chamado de *New Deal*. Como recorda Hoover:

> imediatamente surgiu a questão primária de ser o presidente e o governo federal que deveriam tentar investigar e remediar os males… Nenhum presidente havia achado antes que havia alguma responsabilidade legal nesses casos. Não importando quais fossem as urgências das ocasiões anteriores, os presidentes firmemente asseguravam que o governo federal devia ficar apartado dessas erupções (…) portanto, tínhamos de ser pioneiros numa nova área.[1]

Como declararam Myers e Newton, seus biográfos e admiradores, “o presidente Hoover foi o primeiro presidente em nossa história a oferecer a liderença do governo federal na mobilização de recursos econômicos para o povo”. Claro que ele não foi o último. Como Hoover veio a proclamar orgulhosamente depois: tratava-se de “um programa sem paralelos na história das depressões, em qualquer país e em qualquer época”.

Houve oposição dentro do governo, liderada, o que é de surpreender, considerando suas intervenções durante o *boom*, por Mellon, secretário do Tesouro. Mellon liderava aquilo que Hoover com desprezo denominou de “liquidacionistas do deixa pra lá”. Mellon queria “liquidar o trabalho, liquidar as ações, liquidar o setor agrícola, liquidar o setor imobiliário” e assim “purgar a podridão” da economia, reduzindo o alto custo de vida e incentivando o trabalho duro e as empresas eficientes. Mellon citava a eficiência do funcionamento desse processo na depressão da década de 1870. Se essa formulação é um tanto chocante, era esse o curso mais certo e adequado que o governo poderia seguir. Mas o conselho de Mellon foi

---

[1] Hoover, *Memoirs of Herbert Hoover* (Nova York: Macmillan, 1937), vol. 3, pp. 29ss. Em nome da simplicidade, quaisquer citações ou referências das *Memoirs*, de *The Hoover Administration*, de Myers e de Newton, de *The Hoover Policies*, de Wilbur e de Hyde, ou de *The State Papers of Herbert Hoover*, de Hoover, não serão mais referenciadas em pé de página a partir de agora.

rejeitado por Hoover, que teve o apoio de Ogden Mills, subsecretário do Tesouro, de Robert Lamont, secretário de Comércio, de Hyde, secretário de Agricultura, e de outros.

As conferências da Casa Branca

Hoover agiu de maneira rápida e decisiva. Seu ato mais importante foi convocar uma série de conferências na Casa Branca com os principais financistas e industriais do país, a fim de induzi-los a manter os salários e a expandir seus investimentos. Essa expansão artificialmente induzida só poderia trazer prejuízos às empresas e, com isso, agravar a depressão. Hoover denominou o objetivo geral dessas conferências "a coordenação das empresas e das agências governamentais em ação concertada". A primeira conferência aconteceu em 18 de novembro, e teve a presença dos presidentes das maiores ferrovias do país. Representando o governo, estavam Hoover, Mellon e Lamont, e William Butterworth, presidente da Câmara de Comércio dos Estados Unidos, também participou. Os presidentes das ferrovias prometeram a Hoover que ampliariam seus programas de construção e de manutenção, e anunciaram publicamente essa promessa em 19 de novembro. Depois, os executivos das ferrovias fizeram um encontro em Chicago para estabelecer formalmente uma organização que concretizasse esse programa.

A mais importante conferência da Casa Branca aconteceu em 21 de novembro. Todos os grandes líderes da indústria do país estavam presentes, incluindo homens como Henry Ford, Julius Rosenwald, Walter Teagle, da Standard Oil, Matthew Sloan, Owen D. Young, Edward Grace, Alfred P. Sloan, Jr., Pierre DuPont, e William Butterworth. Os empresários pediram a Hoover que estimulasse a cooperação entre governo e indústria. Hoover chamou a atenção deles para o fato de que o desemprego já atingia dois ou três milhões de pessoas, para a possibilidade de uma longa depressão próxima, e que os salários tinham de permanecer altos! Hoover explicou que a "liquidação" imediata do trabalho havia sido a política industrial das depressões anteriores; que todos os seus instintos se opunham tanto àquele termo quanto àquela política, porque o trabalho não era uma commodity; ele representava lares humanos… Além disso, desde um ponto de vista econômico, essa ação aprofundaria a depressão ao reduzir subitamente o poder de compra.

Hoover insistia que, se os salários viessem a ser reduzidos, teriam de ser reduzidos "na mesma medida e com a mesma velocidade da queda anterior do custo de vida, (de modo que) o ônus não caísse primariamente sobre o trabalho". Em suma, seria preciso impedir a queda dos salários reais. Hoover repetia que o primeiro choque da depressão deveria recair sobre os lucros e não sobre os salários – exatamente o contrário de uma política sólida, porque os lucros são a força motivadora da atividade econômica. Naquele momento, então, os salários não seriam reduzidos em nada, e a indústria manteria seus trabalhos de construção. A indústria deveria tentar manter todos empregados, e qualquer redução salarial no trabalho deveria estender-se a todos os empregados, por meio da diminuição da semana de trabalho. (A redução da semana de trabalho não faz nada além de ampliar o desemprego, e de impedia pressão dos desempregados sobre os salários, a única coisa que pode restaurar o verdadeiro pleno emprego e o equilíbrio no mercado de trabalho.) Se a indústria seguisse esse curso, "muitas adversidades e dificuldades econômicas e sociais seriam evitadas". Os industriais concordaram todos em executar o programa de Hoover, e organizaram ainda mais esforços cooperativos em seu nome numa conferência em Washington em 5 de dezembro.

O acordo também foi anunciado publicamente, e, além disso, as indústrias telefônica, siderúrgica e automotiva prometeram expandir seus programas de construção. Os industriais na conferência prometeram não cortar os salários, e recomendaram que todos os empregadores do país fizessem a mesma coisa. Henry Ford, de fato, teve a coragem de anunciar um *aumento* salarial. A cooperação industrial também não foi deixada ao léu. Foram nomeados representantes das empresas para um comitê consultivo temporário, junto com Lamont, secretário de Comércio. O grupo, junto com representantes de diversas corporações profissionais, acabou se transformando num Comitê Executivo presidido pelo senhor Julian Barnes, presidente da Câmara de Comércio dos Estados Unidos, para coordenar a colaboração da indústria no programa de Hoover.

Em 22 de novembro, Hoover convocou uma conferência na Casa Branca com os principais representantes das indústrias de construção, e eles também prometeram manter os salários e ampliar suas atividades. Em 27 de novembro, o presidente convocou uma conferência semelhante com os principais executivos das indústrias de utilidade pública, e eles prometeram unanimemente manter os salários e expandir a construção. Entre esses, havia representantes da American Gas Association [Associação Americana de Gás], a National Electric Light Association [Associação Nacional de Luz Elétrica], a Electric Railways Association [Associação das Ferrovias Eletrificadas] e a American Railways Association [Associação Americana de Ferrovias].

Numa irrupção de ingenuidade, Hoover recorda que os principais líderes trabalhistas do país, convocados para uma conferência na Casa Branca em 21 de novembro, também concordaram em cooperar com o programa e a não pressionar por maiores aumentos de salários, gesto esse que supostamente seria um sinal de seu "patriotismo" básico. Entre esses líderes estavam William Green, Matthew Woll, John L. Lewis, William Hutcheson, A. F. Whitney e Alvanley Johnson. Contudo, o acordo não colocava quase nenhum peso em seu patriotismo, já que o programa de Hoover era feito exatamente para caber na doutrina mesma que os líderes sindicais há muito proclamavam. Não havia a menor chance de *aumentos* salariais num mercado desimpedido. A questão é que os sindicatos não tinham força para aplicar *pisos* salariais na indústria (os sindicatos na época eram fracos, constituindo apenas 7% da força de trabalho, e concentravam-se em poucas indústrias), e assim o governo federal estava se propondo a fazer isso por elas.

Mas mesmo num acordo tão favorável aos sindicatos, os líderes trabalhistas estavam prontos a não cumprir sua parte no trato assim que surgisse a primeira oportunidade. Em 27 de novembro, William Green escrevia a respeito dos sindicatos afiliados que o acordo concluído com Hoover não era obrigatório, e assegurava seus colegas que tinham total liberdade para pressionar por salários maiores em suas negociações.[2]

Em sua mensagem anual ao Congresso em 3 de dezembro, Hoover observou que as depressões sempre foram marcadas pela retração na atividade de construção e pela redução salarial, mas que agora as coisas eram diferentes:

> Instituí… a cooperação… sistemática com as empresas… para que os salários e portanto o poder de compra não sejam reduzidos e para que haja um esforço particular para expandir a construção… um grau muito elevado de sofrimento individual e de desemprego foi evitado.

Em 5 de dezembro, Hoover convocou uma conferência mais ampla de líderes industriais em Washington, para que o programa Hoover fosse adotado. Hoover dirigiu-se à conferência louvando seu acordo, que, em suas palavras, seria um progresso na concepção inteira da relação entre as empresas e o bem-estar público. Vocês representam a economia dos Estados Unidos, dando, com sua própria ação voluntária, uma contribuição bastante definida para a ampliação do progresso e da estabilidade em

[2] Irving Bernstein, *The Lean Years: A History of the American Worker, 1920–1933* (Boston: Houghton Mifflin, 1960), p. 253.

nossa vida econômica. Estamos muito longe da atitude arbitrária de "cada um por si" do mundo empresarial de trinta ou quarenta anos atrás.

Com todos os industriais prometendo manter os salários, ampliar a construção e fazer o compartilhamento de qualquer redução de trabalho, não surpreendia que a American Federation of Labor tenha elogiado o novo desenvolvimento. Sua revista, a *American Federationist*, dizia em seu editorial de 1 de janeiro de 1930:

> A conferência presidencial deu aos líderes da indústria uma nova percepção de suas responsabilidades... Nunca antes eles tinham sido convocados a agir juntos... nas recessões anteriores eles haviam agido individualmente para proteger seus próprios interesses e... agravaram as depressões.[3]

Em março seguinte, a AFL louvava a nova atitude em relação aos salários, já que agora os empregadores percebiam – ao contrário do que ocorrera na depressão de 1921 – que é mau negócio destruir o poder de compra dos consumidores, e celebrou o fato de que nenhuma das grandes corporações havia pensado em reduzir os salários como meio de reduzir os custos por unidade. A AFL proclamava que as empresas agora adotavam a doutrina do poder de compra de W. T. Foster, e afirmava que os Estados Unidos "entrariam para a história como criadores de [uma]... era na marcha da civilização – a dos altos salários"[4].

A inflação do crédito

Se o Federal Reserve adotou uma atitude inflacionária durante o *boom*, ele estava igualmente disposto a tentar curar a depressão com ainda mais inflação. Ele imediatamente apareceu para expandir o crédito e para estimular posições financeiras precárias. Num ato sem precedentes em sua história, o Federal Reserve, durante a semana do *crash* – a última semana de outubro – acrescentou, naquele breve período, quase US$ 300 milhões às reservas dos bancos do país. Durante aquela semana, o Federal Reserve dobrou a quantidade de títulos do governo em seu poder, acrescentando mais de US$ 150 milhões às reservas, e descontou cerca de mais US$ 200

---

[3] Além das fontes já citadas das conferências de Hoover, ver Robert P. Lamont, "The White House Conferences", *The Journal of Business* (julho de 1930): 269.

[4] *The American Federationist* 37 (março de 1930): 344.

milhões para os bancos membros. Em vez de passar por uma liquidação rápida e saudável das posições insustentáveis, a economia estava fadada a ser continuamente estimulada por medidas governamentais que nada fariam além de prolongar sua condição doentia. Essa enorme expansão foi gerada para impedir a liquidação no mercado de ações e para permitir que os bancos da cidade de Nova York assumissem os empréstimos dos corretores que os "outros" mutuantes, não-bancários, estavam liquidando. A maior parte do aumento das reservas – todas "controladas" – foi injetada em Nova York. O resultado foi que os bancos membros que faziam seu relatório semanal expandiram seus depósitos durante a fatídica última semana de outubro em US$ 1,8 bilhão (uma expansão monetária de quase 10% *em uma semana*), de que US$ 1,6 bilhão consistia no aumento de depósitos dos bancos da cidade de Nova York, e apenas US$ 0,2 bilhão em depósitos em bancos fora de Nova York. O Federal Reserve também reduziu de maneira drástica e imediata sua taxa de redesconto, de 6% no começo do *crash*, para 4,5% em meados de novembro. As taxas de aceitação também foram consideravelmente reduzidas.

Em meados de novembro, a grande pausa no mercado de ações havia acabado, e o mercado, falsamente estimulado pelo crédito artificial, começou a subir de novo. As médias mensais dos valores de ações da Standard & Poor's, que haviam subido de 56 em meados de 1921 para 238 em setembro de 1929 – mais do que quadruplicando – caíram para 160 em novembro, uma queda de um terço ao longo de dois meses. Ao final do ano, os preços das ações haviam subido muitos pontos. A emergência no mercado de ações havia acabado, as reservas bancárias haviam caído até os níveis anteriores ao *crash*. Em duas semanas – de 13 de novembro, quando os preços das ações chegaram a seu nível mais baixo, a 27 de novembro – as reservas dos bancos membros caíram cerca de US$ 275 milhões, ou até quase exatamente o mesmo nível de antes do *crash*. A queda não veio por meio dos títulos, que *aumentaram* no portifólio do Federal Reserve de US$ 293 milhões em 30 de outubro para US$ 326 milhões um mês depois – um aumento de US$ 33 milhões. Os descontos caíram cerca de US$ 80 milhões, e as aceitações outros US$ 80 milhões, enquanto a moeda em circulação embarcou em seu aumento sazonal, subindo US$ 70 milhões. Assim, do fim de outubro ao fim de novembro, as *reservas controladas* foram reduzidas em US$ 111 milhões (incluindo fatores diversos não relacionados aqui); as reservas não-controladas, que eram mais importantes, caíram cerca de US$ 165 milhões.

Ao fim de 1929, as reservas totais, em US$ 2,36 bilhões, estavam apenas pouco mais de US$ 20 milhões abaixo do nível de 23 de outubro ou de 27 de novembro (US$ 2,38 bilhões em ambas as datas), mas a distribuição de fatores era consideravelmente diferente. Assim, enquanto o total de reser-

vas era quase o mesmo em 23 de outubro e em 31 de dezembro, a posse de títulos havia aumentado em US$ 375 milhões, mais do que triplicando a posse de títulos do governo dos Estados Unidos por parte do Federal Reserve. Os descontos totais haviam diminuído em cerca de US$ 165 milhões, as aceitações haviam subido um pouquinho, a moeda em circulação havia aumentado em US$ 100 milhões, e o estoque de ouro havia diminuído em US$ 100 milhões. Da queda de US$ 23 milhões em reservas de 23 de outubro a 31 de dezembro, as *reservas controladas* aumentaram cerca de US$ 359 milhões (sendo os títulos do governo o fator mais importante), ao passo que as *reservas não-controladas* caíram em US$ 381 milhões. É claro, portanto, que a ausência de inflação de reservas ao longo do último trimestre de 1929 não é nenhum mérito do Federal Reserve, que fez o que pôde para aumentar as reservas, sendo frustrado pela queda nos fatores não-controlados. A oferta monetária total, estimada a partir dos depósitos à vista corrigidos e pelos depósitos a prazo nos bancos membros, aumentou levemente – cerca de US$ 300 milhões – durante o último trimestre 1929.

O presidente Hoover sentia orgulho de seu experimento com o dinheiro barato, e em seu discurso na conferência empresarial de 5 de dezembro, celebrou a felicidade que era para a nação possuir o Federal Reserve System, que conseguira salvar bancos em situação precária, restaurara a confiança, e tornara o capital mais abundante por meio da redução dos juros. Hoover havia feito sua parte para incentivar a expansão ao instar pessoalmente os bancos a fazer maiores redescontos nos bancos do Federal Reserve. O secretário Mellon fez um de seus pronunciamentos já tradicionalmente otimistas de que havia "bastante crédito disponível". E William Green deu uma série de declarações otimistas, elogiando o sucesso do Federal Reserve em acabar com a depressão. Em 22 de novembro, Green disse:

> Todos os fatores que garantem uma rápida e célere recuperação econômica e industrial estão claramente presentes. O Federal Reserve System está operando, servindo de barreira contra a desmoralização financeira. Em poucos meses, as condições industriais se normalizarão, e a confiança e a estabilização na indústria serão restauradas.

Obras públicas

Considerando as opiniões de Hoover, não esperaríamos que ele demorasse a patrocinar obras públicas e o auxílio ao desemprego como forma de ajudar a curar as depressões. Em 23 de novembro, Hoover enviou um

telegrama para todos os governadores, instando a expansão cooperativa de todos os programas estaduais de obras públicas. Os governadores, incluindo Franklin D. Roosevelt, de Nova York, prometeram de mão no peito cooperar, e em 24 de novembro o departamento de Comércio criou uma organização definida para juntar-se aos estados nos programas de obras públicas. Hoover e Mellon também propuseram ao Congresso um aumento no programa de Construções Federais de mais de US$ 400 milhões, e em 3 de dezembro o departamento de Comércio criou uma Divisão de Construção Pública a fim de incentivar o planejamento de obras públicas. O próprio Hoover deu mais subsídios à construção naval por meio do Conselho Naval federal e pediu mais US$ 175 milhões para obras públicas. Ao fim do ano, o professor J. M. Clark, da Columbia University, já celebrava "o grande experimento em estadismo construtivo industrial, de tipo novo e promissor"[5] do presidente Hoover.

O programa agrícola do *New Deal*

O programa do *New Deal* de subsídios agrícolas, caracterizado especialmente pelo estímulo aos preços de produtos, chegou aos Estados Unidos durante o governo Hoover, e não durante o governo Roosevelt. Para entender esse desenvolvimento, precisamos fazer um resumo da emergência do bloco agrícola e de sua campanha por intervenção federal na década de 1920. A primeira nuvenzinha de concessões de privilégios especiais ao setor agrícola veio com o programa de extensão agrícola do Departamento de Agricultura, que teve seu começo na virada do século XX, e estabeleceu-se plenamente em 1914. Em 1916, a Lei dos Armazéns dos Estados Unidos impôs regulamentações aos armazéns agrícolas.

A importante campanha por privilégios agrícolas veio no fim da guerra, quando grupos agrícolas começaram a se organizar por todo o país, originalmente a pedido de agentes de condado do Departamento de Agricultura, que operavam no programa de extensão. Logo os grupos agrícolas, liderados particularmente pelos fazendeiros do meio-oeste, formaram um bloco de pressão no Congresso. O bloco foi consolidado na primavera de 1921 sob pressão da American Farm Bureau Federation [Federação Agrícola Americana] e com a liderança, no senado, de senadores do meio-oeste. O bloco agrícola mostrou sua força pela primeira vez, bem como sua inclinação estatista, no verão de 1921, quando apresentou ao Congres-

[5] J. M. Clark, "Public Works and Unemployment", *American Economic Review, Papers and Proceedings* (maio de 1930): 15ss.

so diversas medidas intervencionistas – a regulamentação dos frigoríficos, a regulamentação do mercado futuro de grãos; a renovação e a ampliação da War Finance Corporation, que viraria um auxílio aos fazendeiros; e um aumento no capital Federal Farm Loan System [Sistema Federal de Empréstimos Agrícolas], antes dormente.[6]

A primeira intervenção maciça na agricultura havia sido o Federal Farm Loan System, estabelecido pelo Federal Farm Loan Act de julho de 1916, que havia criado uma rede de Federal Land Banks [Bancos Federais da Terra], sob a autoridade de um Federal Farm Loan Board [Conselho Federal de Empréstimos Agrícolas], para emprestar dinheiro em hipotecas de longo prazo (em termos subsidiados) para associações de empréstimos de cooperativas agrícolas. A regulamentação dos frigoríficos e dos pecuaristas foi a culminação de uma campanha demagógica contra os dois, que já vinha sendo conduzida há anos. Como os frigoríficos tinham poucos votos, era comum que os fazendeiros soltassem o discurso de que os frigoríficos estavam pagando muito pouco por seu gado, ao passo que os consumidores denunciavam os frigoríficos por cobrar um preço alto demais pela carne. Esse assédio de empresas eficientes e enormes deu frutos numa investigação da Federal Trade Commission [Comissão Comercial Federal] (FTC) e em projetos de lei apresentados ao Congresso durante a guerra. Sob a roupagem de emergência de guerra, o Congresso ameaçou autorizar o presidente a tomar os frigoríficos e a operá-los ele mesmo. Após ameaçar com uma ação antitruste, A. Mitchell Palmer, procurador-geral, conseguiu em fevereiro de 1920 que os frigoríficos concordassem com um Decreto de Consentimento dos Frigoríficos, que os forçava a ficar de fora de toda produção não relacionada à carne, incluindo a pecuária, o armazenamento, a carne no atacado e no varejo etc. [7] Contudo, a campanha continuou e culminou no Packers and Stockyards Act [Lei dos Frigoríficos e dos Pecuaristas] de 1921, que estabelecia uma regulamentação detalhada das atividades dos frigoríficos, incluindo sua política de preços, sob a direção do secretário de Agricultura.

---

[6] Ver Theodore Saloutos e John D. Hicks, *Agricultural Discontents in the Middle West, 1900–1939* (Madison: University of Wisconsin Press, 1951), pp. 321–48; e Murray R. Benedict, *Farm Policies of the United States, 1790–1950* (Nova York: Twentieth Century Fund, 1953), pp. 145–75, para explicações do bloco agrícola e dos programas agrícolas na década de 1920 e durante a depressão. Ver também Alice M. Christensen, "Agricultural Pressure and Governmental Response in the United States, 1919–1929", *Agricultural History* 11 (1937): 33–42; e V. N. Valgren, "The Agricultural Credits Act of 1923", *American Economic Review* (setembro de 1923): 442–60.

[7] Parte da pressão para esse ataque nos frigoríficos veio dos merceeiros atacadistas, que soltaram o velho grito de "competição injusta" contra seus rivais eficientes. Ver Benedict, *Farm Policies of the United States, 1790–1959*, p. 150n. Para exemplos similares, ver Charles F. Phillips, *Competition? Yes But…* (Irvington-on-Hudson, NY: Foundation for Economic Education, 1955).

A Lei do Mercado Futuro de Grãos também veio após anos de ataques demagógicos a especuladores e a intermediários de grãos, cujos votos também eram poucos. Nesse caso, nem mesmo uma investigação da FTC viu necessidade de forte regulamentação. Contudo, a Lei do Mercado Futuro criou um imposto proibitivo de 20 centavos de dólar por cada oito galões sobre as transações especulativas, incluindo as operações de mercado futuro, de opções, e de ordens de compra e venda, exceto quando feitas em mercados específicos, autorizados pelo secretário de Agricultura.

A War Finance Corporation (WFC), presidida por Eugene Meyer, Jr., havia feito empréstimos aos exportadores durante 1919 e 1920. Suspensa em maio de 1920, a WFC foi reativada pelo Congresso contra o veto do presidente Wilson em janeiro de 1921. À época ela não financiava muitas exportações, porém; seu papel principal àquela altura era salvar bancos rurais que haviam feito empréstimos a fazendeiros – operação que depois veio a servir de modelo para a Reconstruction Finance Corporation [Corporação de Finanças da Reconstrução]. A WFC trabalhava muito próxima dos líderes do bloco agrícola, e nomeou um Comitê Consultivo do Cinturão do Milho desses líderes para pressionar os banqueiros do meio-oeste a emprestar mais aos fazendeiros. A Lei de agosto de 1921, redigida pelo presidente Meyer e pelo secretário de Comércio Hoover, aumentava o máximo de créditos da WFC para US$ 1 bilhão e permitia que ela emprestasse diretamente às cooperativas agrícolas e aos importadores estrangeiros, e também aos exportadores americanos.[8] A WFC poderia então fornecer capital agrícola. Os objetivos da WFC expandida eram incentivar as exportações agrícolas, elevar os preços dos produtos agrícolas, subsidiar o crédito barato aos fazendeiros, e subsidiar as cooperativas agrícolas – que viriam a ser os cachorrinhos mimados do governo ao longo do período. A nova WFC suplantava a Stock Growers' Finance Corporation, organização promovida pelo Federal Reserve na primavera de 1921 e financiada pelos bancos da costa leste para a estabilização do mercado pecuário. A WFC expandida fez empréstimos de US$ 39 milhões para as exportações e US$ 297 milhões para a agricultura, encerrando suas operações, na prática, em 1925, após a criação do Federal Intermediate Credit System [Sistema Federal de Crédito Intermediário]. [9] A maior parte dos empréstimos foi para cooperativas agrícolas.

---

[8] O presidente Wilson havia suspendido, e depois vetado – em vão, a renovação do WFC, submetendo-se ao secretário do Tesouro David Houston, que se opunha por princípio a qualquer continuação de intervenções de guerra na economia em tempos de paz. Mesmo após o Congresso anular o veto, Houston conseguiu manter as atividades do WFC em suas rédeas. Quando Harding tornou-se presidente, renomeou Eugene Meyer como presidente do WFC e, inspirado por Meyer, defendeu sua expansão subsequente. Ver Gerald D. Nash, "Herbert Hoover and the Origins of the RFC", *Mississipi Valley Historical Review* (dezembro de 1959): 459–60.

[9] Joseph Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization* (Nova York: Viking Press, 1959), vol. 4, p. 40.

No outono de 1921, a Comissão Interestadual de Comércio, sob pressão do Farm Bureau, usou seus poderes ditatoriais sobre a indústria ferroviária para ordenar um corte drástico de 10% sobre as taxas de fretes – em grande parte para ajudar a indústria de grãos do oeste. O senado também orientou a FTC a investigar os preços de exportação pagos aos fazendeiros de grãos, supostamente baixos demais.

Nesse ínterim, o Congresso estabeleceu uma Comissão Conjunta de Inquérito para a Agricultura, que entregou seu relatório em outubro de 1921. Ela recomendava que o governo autorizasse mais cooperativas agrícolas, que oferecesse crédito de prazo intermediário aos fazendeiros, que as taxas de fretes agrícolas fossem reduzidas (isso foi adotado rapidamente), que houvessem adidos dedicados à agricultura em países estrangeiros, que os departamentos de agricultura ampliassem suas pesquisas, e que mais terminais de atacado fossem criados. Uma nota ainda mais sinistra ocorreu – outra vez contradizendo o mito do *laissez-faire* na década de 1920 – quando o presidente Harding permitiu que o secretário de Agricultura Henry C. Wallace o pressionasse a convocar uma Conferência Nacional de Agricultura, ao fim de janeiro de 1922. Em seu discurso de abertura, Harding pediu mais ajuda federal às cooperativas, e deu o passo radical de endossar as restrições de safras por parte das cooperativas a fim de obter maiores preços. A conferência – que consistia em líderes agrícolas, produtores de maquinário agrícola, frigoríficos e economistas como Richard T. Ely, e sob a égide do governo – recomendou a estabilização do nível de preços, a continuação da WFC, a presença de um representante agrícola no Conselho do Federal Reserve, seguro para as colheitas, ainda mais regulamentação federal para os armazéns, tarifas agrícolas, o desenvolvimento de fábricas de fertilizantes baratos na Represa de Muscle Shoals, a via marítima de St. Lawrence, o auxílio federal às cooperativas agrícolas, e medidas que ajudassem os preços agrícolas de algum jeito indefinido – ainda que a fixação direta de preços fosse rejeitada.

Em 1922, o governo aprovou o Capper-Volstead Cooperative Marketing Act [Lei Capper-Volstead de Venda Cooperativa], que isentava as associações de venda cooperativa da aplicação das leis antitruste, com a exigência crucial de que nenhum fazendeiro tivesse mais do que um voto na cooperativa. Os tribunais declararam o Futures Trading Act [Lei de Mercados Futuros] inconstitucional, mas o Congresso, intrépido, aprovou uma nova lei – o Grain Futures Act [Lei de Mercado Futuro de Grãos] de 1922 – com provisões similares.

Em março de 1922, o governo disponibilizou mais de US$ 1 milhão para a compra de grãos onde as safras enfrentavam problemas. Mas o bloco agrícola queria receber créditos de maneira mais regular. Os fazendeiros

conseguiam obter abundante crédito bancário para empréstimos de curto prazo nos Federal Land Banks e em outras instituições; agora eles sentiam que havia um buraco na faixa intermediária de crédito. Começou um cabo de guerra no Congresso entre duas leis do bloco agrícola: a Capper-McFadden Bill, defendido por Eugene Meyer, Jr., pelos interesses pecuários, e pelos vendedores cooperativos, que gostariam que os poderes do Federal Reserve fossem estendidos aos créditos rurais, e a Lenroot-Anderson Bill, apresentada pela Comissão Conjunta de Inquérito Agrícola (nomeada por Harding em 1921) e apoiada pelas três grandes organizações nacionais de fazendeiros. Esse último projeto de lei teria criado novas instituições com capital do Tesouro, a fim de conceder créditos intermediários (de seis meses a três anos). Esse projeto de lei teve o apoio dos secretários Wallace e Hoover (e também da National Agricultural Conference [Conferência Nacional da Agricultura]). O resultado final combinava traços dos dois projetos de lei, com mais ênfase, talvez, na Lenroot-Anderson. O Agricultural Credits Act [Lei de Créditos Agrícolas] de 1923 estabeleceu um vasto sistema de crédito agrícola federal; havia doze Federal Intermediate Credit Banks [Bancos Federais de Crédito Intermediário], moldados segundo os padrões dos bancos do Federal Reserve, e geridos pelo Conselho Federal de Empréstimos Agrícolas. Os fundos vinham diretamente do Tesouro, e os bancos fariam empréstimos a associações agrícolas para qualquer propósito agrícola.

Aparentemente a ditadura imposta aos frigoríficos e pecuaristas não era suficiente, e em 1925 o secretário de Agricultura ordenou que as empresas de comissão e os negociadores de menor porte parassem de "discriminar" as cooperativas agrícolas em suas compras. A Administração dos Frigoríficos e Pecuaristas do departamento de Agricultura também ajudou diretamente as cooperativas agrícolas a encontrar mercados, e investigou os livros de contabilidade de muitas empresas de comissão privada.

Esse padrão de intervenção agrícola foi o prelúdio da política típica do *New Deal* de apoio aos preços agrícolas, crucialmente importante. Inicialmente, os fazendeiros tentaram métodos voluntários. Durante a década de 1920, as organizações agrícolas centralizadas nos estados de Kansas e de Nebraska, por exemplo, tentaram manter o trigo fora do mercado e reduzir a área de plantação, numa tentativa de aumentar os preços. Mas essa tentativa local não poderia ter sucesso, apesar dos débeis esforços para organizar os fazendeiros, criando a National Wheat Growers' Association [Associação Nacional de Plantadores do Trigo]. A retenção do trigo teve como resultado fortes perdas, porque os preços do trigo continuaram a cair. Uma descarada tentativa de induzir o Tesouro e o Federal Reserve a conceder créditos especiais aos fazendeiros para que eles pudessem reter o trigo não teve êxito.

O fracasso igualmente aguardava os esforços de cartelização da American Cotton Association [Associação Americana de Algodão] no sul. De fato, ao fim de 1920, os plantadores de algodão reagiram à queda nos preços recorrendo à violência, valendo-se de assassinatos e da destruição do algodão e do maquinário dos recalcitrantes a fim de reduzir a quantidade de algodão produzida e vendida. Sob pressão dos plantadores, o governador Parker, da Louisiana, pediu que os algodoeiros parassem os trabalhos até que o algodão chegasse a um "preço razoável", e um conselho similar foi dado aos fazendeiros pelo Departamento de Agricultura do Texas. Porém, se as vendas nesses estados caíam, os preços também continuavam a cair. Diversas vezes, as organizações agrícolas tentaram induzir o Conselho do Federal Reserve a prover fundos para a retenção de algodão e diversos outros produtos agrícolas, mas o governador W. P. G. Harding e o secretário do Tesouro Houston recusaram-se terminantemente a interferir.[10]

No ano seguinte, 1921, houve esforços determinados e bem organizados no sentido de criar um cartel nacional de algodão. A American Cotton Association, *The Cotton News* e outros grupos insistiram numa redução de 50% para a área de plantação do algodão, e a Carolina do sul decretou oficialmente um "Dia da Redução da Área de Plantação de Algodão".[11] A área de plantação foi reduzida consideravelmente, e isso, junto com uma safra ruim, reduziu enormemente a oferta; contudo, os preços do algodão subiram menos do que proporcionalmente à queda na produtividade, e assim os cartelistas foram novamente frustrados.

Nesse ínterim, no milho, Henry A. Wallace, editor de *Wallace's Farmer*, pregava a "sabotagem sagaz", um modo presumivelmente voluntário de restringir a produção de milho. A campanha não deu em nada entre os fazendeiros em 1921, mas Wallace tentou de novo em 1922 e instou as Farm Bureau Federations [Federações Agrícolas] estaduais, com indiferente sucesso, a fixar cotas sistemáticas de área de produção de milho nas municipalidades e nos condados. Diversas publicações e organizações deram seu apoio à ideia, mas os principais líderes agrícolas sentiam repulsa à ideia de cotas agrícolas formais.[12] O resultado foi, outra vez, o fracasso. O Cinturão do Milho chegou até a aumentar sua área de produção de milho.

---

[10] Ver James H. Snider, *Farm Crisis 1919–1923* (Berkeley: University of California Press, 1957), pp. 50–51, 55–56.

[11] Muitos podem ficar surpresos ao saber que boa parte da campanha dos cartéis não veio dos fazendeiros de algodão, mas dos mercadores e dos banqueiros que tinham vastos estoque de algodão, e que não sofriam as consequências de reduções na área em acres. Ibid, p. 87.

[12] A Iowa Farm Bureau Federation [Federação Agrícola de Iowa] decidiu, em janeiro de 1922, apresentar os fatos da redução da área em acres. Ibid, p. 87.

A principal pedra no caminho de todos esses esquemas era o fazendeiro que não cooperava, o individualista renhido que lucrava expandindo sua produção enquanto os fazendeiros rivais diminuíam as suas. Ao contrário de seus colegas no trabalho industrial, ele não se deixava deter pelos nomes que os cartelistas frustrados lhe arremessavam, como "furão" e "traidor de seus colegas fazendeiros", que chegavam por meio de órgãos como *Wallace's Farmer*.

O passo seguinte na campanha por um cartel agrícola foi o "Movimento Sapiro", inspirado por Aaron Sapiro, um jovem e caro advogado que trabalhava para diversas cooperativas da Califórnia. O plano foi lançado, por inspiração de Sapiro, pela Farm Bureau Federation em julho de 1920. Seu objetivo era amalgamar toda a venda de trigo numa gigantesca cooperativa de produtores. A conferência de julho nomeou um comitê que produziu, na primavera de 1921, um plano para a criação de uma gigantesca cooperativa de grãos, a ser chamada de U. S. Grain Growers, Inc.[13] Como acontece quase sempre com os cartéis voluntários, a nova organização atolou quase que imediatamente. Muitas cooperativas locais preferiram lidar direto com mercados privados já existentes, e as trocas privadas de grão conseguiram fazer com que a maioria dos fazendeiros evitasse o novo cartel. No começo de 1922, o grandioso plano mostrou-se um absoluto fracasso.[14]

A conferência de julho de 1920 também tentou criar diversos outros cartéis nacionais – para a venda nacional de frutas, de laticínios, de vegetais e de lã – e todos, exceto um, rapidamente fracassaram. Somente um plano de venda para gado manteve sua força, e isso porque seus objetivos eram muito menos grandiosos. Entre os outros fracassos de Sapiro, estavam tentativas de formar carteis de algodão e de tabaco.

Esses fracassos não puseram fim ao movimento cooperativo, que tinha de buscar métodos menos exuberantes e mais graduais; mas eles não mostraram a tolice da fixação voluntária de preços. O passo seguinte era quase inevitável – um clamor determinado por congelamento compulsório de preços por parte do governo federal.

Um precedente havia sido estabelecido pela Food Administration Grain Corporation [Corporação de Grãos da Administração Alimentar],

[13] Ver Benedict, *Farm Policies of the United States 1790–1950*, pp. 186n. e 194ss.

[14] Em 1924, Gary Silver, poderoso lobista de Washington que trabalhava para o bloco agrícola, tentou outra cooperativa nacional de grãos, criando a Grain Marketing Company [Companhia de Venda de Grãos] (GMC). A GMC pretendia tornar-se uma *holding* das principais empresas de venda de grãos, mas os fazendeiros não apoiaram o plano, e a companhia morreu um ano depois.

que havia fixado altos preços de trigo a fim de estimular a produção e tinha ela própria distribuído o trigo disponível. Além disso, o programa de assistência alimentar à Europa de Hoover de 1919, amplamente anunciado como gesto humanitário, era também um meio de livrar-se do "excedente" de produtos agrícolas e de, portanto, estimular seus preços.[15] William H. Lyon, advogado de Dakota do Sul do Sul, veio propor que o governo fixasse um alto preço para cada produto agrícola e comprasse os excedentes não-vendidos. O Plano Lyon ganhou o apoio de Samual Gompers, da Assembleia de Dakota do Sul do Sul, de muitos bancos rurais, e do deputado Republicano que verificava a assiduidade de seus colegas de partido nas sessões do Congresso. Ele foi apresentado como a Christopherson Bill [Projeto de Lei de Christopherson] em julho de 1921, mas não conseguiu obter o apoio das grandes organizações agrícolas, como haviam conseguido outros projetos de lei para o estímulo aos preços nos anos imediatamente posteriores. Contudo, a campanha pelo estímulo compulsório de preços ainda não havia começado de verdade. Ela tornou-se realmente importante com o movimento de "Igualdade na Agricultura", lançado no outono de 1921 por George N. Peek e pelo general Hugh S. Johnson, contando com o poderoso apoio de Bernard M. Baruch. A ideia era que, como a indústria era protegida por tarifas, a agricultura bem que poderia também tomar dinheiro do consumidor. O governo manteria os preços agrícolas domésticos num valor alto, comprando os excedentes não-vendidos e vendendo-os no exterior a níveis menores, de mercado mundial. Tanto Peek quanto Johnson tinham interesses econômicos diretos em subsídios à agricultura enquanto presidentes das Moline Plow Company, produtora de maquinário agrícola. Eles não tiveram muita dificuldade para atrair o interesse do secretário Wallace para seu plano, e o resultado foi uma agitação contínua em torno dos projetos de lei de McNary e Haughen, que representavam o plano, entre 1924 e 1928. O primeiro desses projetos foi redigido por Charles J. Brand, executivo da American Fruit Growers e ex-presidente do Escritório de Mercados do departamento de Agricultura. A base de massas original do apoio de Peek eram os fazendeiros marginais de trigo do noroeste, que tinham o apoio dos banqueiros da região. Eugene Meyer, Jr., também deu seu poderoso apoio. Em 1924, Peek estabeleceu o American Council of Agriculture [Conselho Americano de Agricultura], com representantes dos principais grupos agrícolas, a fim de difundir seu plano. Ao fim da década de 1920, as organizações agrícolas de maça apoiavam firmemente o plano.[16]

[15] Ver Shideler, *Farm Crisis 1919–1923*, p. 21.

[16] Em 1924, além de Peek, de Johnson, dos dois Henry Wallace – pai e filho – e de Bernard Baruch, também apoiavam a lei McNary–Haughen a Illinois Agricultural Association [Associação Agrícola de Ilinois], a maioria das revistas agrícolas do Oeste, a American Farm Bureau Federation, a National

É verdade que o presidente Coolidge vetou esses projetos de lei em 1927 e em 1928, mas também é significativo que ele tenha convocado Eugene Meyer em 1926 para presidir uma corporação algodoeira a fim de tentar evitar a queda dos preços de algodão, e que foram dados fundos no total de US$ 10 milhões para organizações agrícolas bancadas pelo governo para comprar algodão a um certo preço. Outros países – como o Canadá, a Hungria e a Polônia – também estavam tentando manter alto o preço do trigo; contudo, a ameaça de excedentes cada vez maiores no mercado teve o efeito inverso e reduziu os preços em 1928 e em 1929, levando a um clamor agrícola por um estímulo mais eficaz aos preços.

Houve muitos outros exemplos de intervenções de Coolidge na agricultura. Em 1924, ele deu apoio à Norbeck–Burtness Bill [Projeto de Lei Norbeck-Burtness] para empréstimos governamentais para que os fazendeiros do noroeste pudessem comprar gado. O projeto não foi aprovado, mas Coolidge nomeou uma comissão agrícola especial, repleta de líderes agrícolas. A comissão – a Conferência Agrícola do Presidente – emitiu três relatórios durante o ano de 1925. Recomendou mais créditos do Farm Loan Board, uma maior redução compulsória das taxas de frete, e o amplo subsídio das cooperativas agrícolas por meio de um Federal Cooperative Marketing Board [Conselho Federal de Vendas Cooperativas]. Essa última provisão tornou-se a Capper-Haugen Bill [Projeto de Lei Capper-Haugen], derrotada pela oposição das cooperativas agrícolas, que objetava a seu elevado grau de regulação governamental. Apesar dessa derrota, o presidente Coolidge estava mais determinado do que nunca a ajudar as cooperativas agrícolas de qualquer maneira que pudesse. Coolidge acreditava firmemente que o governo "deve encorajar vendas centralizadas e ordeiras" na agricultura.[17] Herbert Hoover e William Hardine, secretário de Agricultura (e membro da Conferência Presidencial Agrícola), concordaram com Coolidge. Em 1925, o Congresso concedeu fundos adicionais para o subsídio da pesquisa de mercado das cooperativas agrícolas, e, no ano seguinte, por insistência do secretário Jardine, estabeleceu uma Divisão de Vendas Cooperativas no Escritório de Agricultura Econômica do departamento de Agricultura. A nova Divisão então lançou-se entusiasmadamente no apoio das cooperativas agrícolas. Em 1926, Jardine apadrinhou o "Plano Jardine" para a criação de um conselho consultivo agrícola federal e de uma comissão de vendas agrícolas, a fim de subsidiar as cooperativas e ajudar na venda dos

Grange [Granja Nacional], o National Board of Farm Organizations [Conselho Nacional de Organizações Agrícolas], a American Wheat Growers' Association [Associação Americana dos Plantadores de Trigo] e o famoso banqueiro Otto H. Kahn.

[17] Ver Saloutos e Hicks, *Agricultural Discontents in the Middle West, 1900–1939*, pp. 286–91; e John D. Black, *Agricultural Reform in the United States* (Nova York: McGraw–Hill, 1929), pp. 337, 351ss.

excedentes agrícolas. O projeto de lei não passou na Câmara, que preferiu adotar a McNary–Haugen Bill. No ano seguinte, o governo Coolidge apresentou uma versão revista do "Plano Jardine" para um Conselho Agrícola, para comitês consultivos para *commodities*, e um conjunto de operações de estabilização estabelecidas pelo Conselho, com fundos para fazer empréstimos às cooperativas. Esse novo plano foi outra vez posto de lado em mais um *round* da batalha McNary-Haugen.

Como secretário de Comércio, Herbert Hoover fez muito para subsidiar os fazendeiros, e sobretudo as cooperativas agrícolas. Essas ele ajudou de várias maneiras – resolvendo seus problemas de pesquisa e de vendas, ajudando a encontrar mercados de exportações para seus produtos, e fazendo muitos discursos em sua defesa. Também defendeu tarifas para produtos agrícolas. Além disso, foi ele o principal responsável pela nomeação do secretário Jardine, fortemente pró-cooperativas. Hoover fora um dos proponentes de primeira hora de um Conselho Agrícola Federal, que ajudasse as associações cooperativas de vendas, e ajudou a escrever a Capper-Williams Bill [Projeto de Lei Capper-Williams] com esse propósito. Assim, não surpreende que, como candidato à presidência, Hoover tenha defendido o apoio às cooperativas agrícolas, e prometido ao bloco agrícola que logo instituiria um programa de apoio aos preços de produtos agrícolas. Assim que assumiu o governo, cumpriu as duas promessas. Em junho de 1929, o Agricultural Marketing Act [Lei das Vendas Agrícolas] foi aprovado, estabelecendo o Federal Farm Board [Conselho Federal Agrícola] (FFB).

Essencialmente, o novo arranjo era o velho "Plano Jardine". O Federal Farm Board recebeu US$ 500 milhões do Tesouro e foi autorizado a fazer empréstimos de propósitos gerais, até um período de 20 anos, a cooperativas agrícolas a taxas de juros baixas. O FFB também podia estabelecer corporações de estabilização para controlar os excedentes agrícolas e estimular os preços de produtos agrícolas. Tratava-se essencialmente de um cartel *à la* Sapiro, só que dessa vez com o apoio do braço coercitivo do governo federal.[18] Como presidente do FFB, Hoover nomeou Alexander Legge, presidente da International Harvester Co., e há muito protegido de Bernard M. Baruch. A International Harvester era uma das principais produtoras de maquinário agrícola, e Legge, portanto, assim como George Peek, tinha um interesse direto em subsídios agrícolas. Entre os membros

[18] Por trás dos panos, Bernard Baruch também vinha defendendo a existência de um Conselho Federal da Agricultura, que elevasse os preços dos produtos agrícolas e organizasse a agricultura sob a égide do governo, começando com o trigo e o algodão. Ele também instava o departamento de Comércio e o National Industrial Conference Board, a Comissão de Agricultura, estabelecidos em conjunto pela Câmara de Comércio dos Estados Unidos e o National Industry Conference Board.

do FFB estavam Arthur M. Hyde, secretário de Agricultura; James C. Stone, vice-presidente e fundador da Burley Tobacco Growers Cooperative Association [Associação Cooperativa de Plantadores de Tabaco Burley]; Carl Williams, plantador de algodão da Farmers' Cooperative Association [Associação Cooperativa dos Fazendeiros]; C. B. Denman, da National Livestock Producers' Association [Associação Nacional de Pecuaristas]; C. C. Teague, da Fruit Growers' Exchange [Comércio dos Plantadores de Frutas]; William F. Schilling, da National Dairy Association [Associação Nacional de Laticínios]; Samuel McKelvie, editor do *Nebraska Farmer*, representante dos interesses dos grãos; e Charles S. Wilson, professor de agricultura na Cornell University. É óbvio que o FFB era dominado por representantes das próprias cooperativas agrícolas para cujo favorecimento e apoio ele tinha sido organizado.[19] Assim, o governo Hoover estabeleceu um gigantesco cartel agrícola, dirigido pelo governo, e gerenciado pelos próprios cartelistas em benefício próprio.

Quando a depressão chegou, o FFB entrou em ação. Sua primeira grande operação foi no trigo, cujos preços vinham caindo drasticamente há mais de um ano. Quando foi estabelecido, em agosto, o FFB aconselhou os fazendeiros a não mandar o trigo para o mercado rápido demais, mas sim para reter o trigo e aguardar a alta dos preços. Em setembro, ele fez novos empréstimos às cooperativas, para que retivessem os estoques e elevassem os preços. Contudo, o preço do trigo continuou a cair drasticamente. Em 26 de outubro, logo após a quebra da bolsa, o FFB anunciou que emprestaria US$ 150 milhões às cooperativas de trigo, a até 100% do preço de mercado, para que elas tentassem segurar os preços mantendo o trigo fora do mercado. Logo após a quebra da bolsa, o FFB estabeleceu a Farmers' National Grain Corporation [Corporação Nacional de Grãos dos Fazendeiros], com um capital de US$ 10 milhões, para centralizar as vendas cooperativas de trigo e de outros grãos. O antigo sonho de um cartel de trigo finalmente se tornava realidade. O FFB supostamente trabalharia sobretudo por meio dessas "corporações", ou cooperativas de vendas favorecidas; e a Farmers' National foi escolhida para centralizar todas as cooperativas de grãos dos fazendeiros, para eliminar a competição entre eles, e para assim estabilizar e elevar os preços de mercado. Inicialmente, o FFB e a Farmers' National emprestavam dinheiro para cooperativas agrícolas para que elas mantivessem o trigo fora do mercado, e então, depois que os preços continuavam a cair, a própria Farmers' National começava a comprar trigo aos preços do empréstimo.

[19] "Hoover escolheu os membros do Conselho entre homens propostos por organizações agrícolas, como pedido pelo governo." Ver Edgar E. Robinson, "The Hoover Leadership, 1929–1933" (manuscrito inédito), pp. 128ss. Após o primeiro ano de operações, Legge se aposentou e Stone virou presidente. Teague e McKelvie foram substituídos por dois antigos altos oficiais da American Farm Bureau Federation, Frank Evans e o agressivo Sam H. Thompson.

Em 25 de novembro, Hoover organizou uma de suas inimitáveis Conferências da Casa Branca com as grandes organizações agrícolas, os líderes nomeados do FFB, os Land Banks [Bancos Rurais] etc. As organizações agrícolas, assim como os sindicatos, alegremente concordaram, como era de se esperar, em cooperar com o programa de Hoover de subsídios maciços para si próprias.

Sempre que o governo interfere no mercado, ele agrava os problemas que pretendia resolver, em vez de solucioná-los. Essa é uma lei geral da intervenção econômica, que certamente se aplica à política geral de Hoover para a depressão. Não há melhor exemplo dela do que o programa agrícola americano a partir de 1929. O FFB conseguiu segurar os preços de trigo por algum tempo. Ao ver esse aparente sucesso, os fazendeiros de trigo naturalmente aumentaram sua área de produção, e assim agravaram o problema do excedente na primavera de 1930. Além disso, enquanto os Estados Unidos mantinham trigo fora do mercado, iam perdendo sua fatia anterior do comércio mundial de trigo. Contudo, os preços continuaram a cair à medida que os meses passavam, e o grande aumento da produção em 1930 agravou esse queda. O acúmulo de excedentes de trigo nas mãos do FFB assustou o mercado, fazendo com que os preços caíssem ainda mais.

Julius Barnes, da Câmara de Comércio, e os negociantes privados de grãos, em vão protestaram contra a competição injusta do FFB e das cooperativas suas protegidas, porque aquela competição se dirigia contra os negociantes privados de grãos. Esses ficavam particularmente revoltados porque o FFB cobrava pelos empréstimos às suas cooperativas uma taxa de juros subsidiada, inferior à do mercado.

Na primavera de 1930, Hoover obteve do Congresso mais US$ 100 milhões para continuar as políticas de empréstimos e de compras do FFB. Mas os fazendeiros viram-se com excedentes cada vez maiores, e os preços ainda caíam. Por pressão do bloco agrícola, Hoover então estabeleceu a Grain Stabilization Corporation [Corporação de Estabilização de Grãos] para substituir a Farmers' National e para duplicar os esforços de estabilização. A GSC concluiu que os fazendeiros individuais de trigo haviam retido o trigo no outono, e estavam "se aproveitando para lucrar" vendendo trigo para a GSC. Para os estatistas, os lucros individuais costumam ser hediondos, e por isso o FFB anunciou que, a partir daquele momento, ela defenderia os preços do trigo vendido pelas cooperativas e pelo GSC. Sob protestos do comércio de grãos, e diante da impossibilidade cada vez mais evidente de manter um trigo a um preço enquanto havia trigo da mesma qualidade sendo vendido a outro preço, o FFB inverteu sua posição e decidiu voltar a defender todo o trigo.

Assim, os programas do FFB inadvertidamente incentivaram o aumento da produção de trigo, e na primavera os preços estavam caindo rapidamente; os excedentes maiores ameaçavam o mercado e incentivavam quedas maiores. Ficou claro, na lógica impecável da intervenção governamental, que os fazendeiros teriam de reduzir sua produção de trigo, se quisessem efetivamente aumentar os preços. O FFB estava aprendendo a lição de todo cartel – é preciso diminuir a produção para aumentar os preços. E a lógica do monopólio agrícola do governo também levou o FFB a concluir que os fazendeiros estavam "superproduzindo". Hyde, secretário de Agricultura, por conseguinte deu aos fazendeiros uma lição sobre os males da "superprodução". O secretário e o FFB instaram os fazendeiros a reduzir voluntariamente suas áreas de produção.

O primeiro grupo de fazendeiros escolhidos para suportar o peso desse sacrifício foram os plantadores marginais de trigo da primavera do noroeste – os primeiros a fazer agitações por estímulos aos preços. Eles não ficaram muito felizes com essa perspectiva. Afinal, os fazendeiros queriam subsídios do governo; ter de reduzir sua produção do produto subsidiado não fazia parte de seus planos. Um grupo de economistas saiu de Washington no final de março para tentar convencer os fazendeiros do noroeste de que eles fariam melhor em mudar de trigo para algum outro produto. Nesse ínterim, no louco mundo do intervencionismo, os problemas se somavam por causa da abundância de trigo. Os excedentes continuavam a se acumular, e os preços de trigo continuavam a cair. Legge e Hyde viajaram pelo meio-oeste, instando os fazendeiros a reduzir suas áreas de produção de trigo. O governador Reed, do Kansas, refletia o bom senso do fazendeiro ao perguntar-se por que o governo de um lado promovia programas de cultivo para aumentar a produção agrícola e, de outro, instava os fazendeiros a reduzir a produção.[20] Como o fazendeiro individual perderia ao diminuir a área de produção, não havia exortação moral que pudesse levar a qualquer corte significativo na produção de trigo.

À medida que o trigo se acumulava num estoque inútil, países estrangeiros como a Argentina e a Rússia aumentavam sua produção, e esse aumento, junto com a depressão geral no mundo, continuou a reduzir os preços de trigo.[21] Em 30 de junho de 1930, o GSC havia acumulado mais de 520 milhões de galões de trigo impedidos de entrar no mercado. Des-

[20] Essa viria a ser uma questão permanente para as pessoas que raciocinam, sem que haja qualquer sinal de que alguém queira dar uma resposta. Do ponto de vista do público em geral, é claro, as políticas são contraditórias e irracionais. Do ponto de vista da burocracia governamental, porém, ambas as medidas aumentam seu poder e incham seu tamanho.

[21] O FFB forçou o Chicago Board of Trade a proibir a venda a descoberto por parte de governos estrangeiros, com destaque para a Rússia.

motivado, pouco fez até o fim de 1930, e então, em 15 de novembro, o GSC foi autorizado a comprar tanto trigo quanto necessário para impedir qualquer nova queda nos preços de trigo. Bravamente, o GSC comprou mais 1,6 bilhão de galões de trigo em meados de 1931, sem que isso adiantasse de nada. Não era possível zombar assim das forças mundiais de oferta e de demanda. Os preços de trigo continuaram a cair, e a produção de trigo continuou a aumentar. Enfim, o FFB decidiu jogar os estoques de trigo no estrangeiro, e o resultado foi uma drástica queda nos preços de mercado. Ao fim do governo Hoover, as perdas juntas de algodão e de trigo do FFB chegavam a mais de US$ 300 milhões, além dos 680 milhões de galões dados de graça à Cruz Vermelha.

O programa de trigo foi o principal esforço do FFB. O FFB também tentou diversos outros programas, incluindo um cartel similar de algodão. No outono de 1929, o FFB fez grandes empréstimos às cooperativas de algodão para segurar a queda nos preços de algodão. Esses empréstimos se somaram aos empréstimos dos Federal Intermediate Credit Banks. Mas os preços de algodão continuaram a cair, mesmo depois de a American Cotton Cooperative Association [Associação das Cooperativas Americanas de Algodão] ser incentivada a assumir o gerenciamento da operação. Finalmente, em junho de 1930, o FFB estabeleceu a Cotton Stabilization Corporation [Corporação de Estabilização do Algodão] para tentar segurar a maré. A CSC ficou com mais de 280 milhões de toneladas de algodão das cooperativas. Com forte competição de fontes externas, a CSC anunciou que manteria seu estoque por um ano inteiro se os preços não subissem. Mas essa proclamação, que tinha o objetivo de firmar o mercado, não teve qualquer efeito.

Outra vez o cartel se deparava com excedentes cada vez maiores, e, portanto, com pressões mais fortes sobre os preços dos produtos agrícolas. Por fim, o FFB tentou exortar também os fazendeiros de algodão a reduzir a área de produção. Stone, presidente do FFB, instou os governadores dos estados produtores de algodão a "imediatamente mobilizar toda agência interessada e disponível… para induzir a derrubada de uma em cada três fileiras de algodão ora em crescimento". Essa ação provocou uma oposição indignada, e o *New York Times* declarou tratar-se de "uma das coisas mais insanas que já vieram de órgão do governo"[22]. A proposta não teve sucesso; de fato, a safra de algodão de 1931 foi consideravelmente maior. No começo de 1932, o FFB tentou uma ação heroica – junto com suas 280 mil toneladas de algodão, conseguiu um acordo dos banqueiros do sul para que eles retivessem todo seu algodão (760 mil toneladas), enquanto

[22] Harris Gaylord Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression* (Nova York: Oxford University Press, 1959), p. 175.

continuava a financiar as 460 mil toneladas em poder das cooperativas. Isso segurou os preços até junho de 1932, quando eles voltaram a cair drasticamente. Em julho, o FFB havia comprado US$ 127 milhões em algodão, e ele tinha perdido metade do seu valor. No fim das contas, o CSC foi obrigado a desistir, e começou a liquidar seus estoques de algodão em agosto de 1932, processo que foi completado em um ano. A perda líquida de algodão foi de US$ 16 milhões, além de 185 mil toneladas, que valiam mais de US$ 78 milhões, doadas à Cruz Vermelha.

Ao fim de 1929, o FFB estabeleceu uma cooperativa nacional de lã – a National Wool Marketing Corporation [Corporação Nacional de Venda de Lã] (NWMC) – , composta de 30 associações estaduais. O FFB também estabeleceu uma aliada dela, a National Wool Credit Corporation [Corporação Nacional do Crédito de Lã], para cuidar das finanças. A NWMC, inexperiente nos meandros da indústria de lã, entregou suas operações de venda para a Draper Company, uma empresa privada de manuseio de lã. A NWMC fez grandes adiantamentos aos produtores de lã a partir de 1930, e assim concentrou grande parte da produção doméstica de lã nas mãos da NWMC, e o FFB fez vastos empréstimos a sua criatura. Se os preços se estabilizaram no começo, depois começaram a cair inexoravelmente, e o programa da NWMC só servia para estimular uma grande produção de lã. O excedente de lã reduzia os preços ainda mais, e exauria os fundos da NWMC. Enfim, a NWMC teve de vender seu imenso estoque de lã a preços baixíssimos, o que fez com que o problema do preço de lã se agravasse ainda mais. O FFB fez um total de US$ 31,5 milhões de empréstimos para a lã, dos quais US$ 12,5 se perderam para sempre.

Em outubro de 1929, o FFB criou a National Livestock Marketing Association [Associação Nacional de Venda de Gado], mas os produtores de gado discordaram e criaram cooperativas conflitantes, e o programa nunca foi lançado em escala considerável. O FFB também organizou um programa de laticínios, com cinco associações regionais de venda de manteiga, que dava assistência às cooperativas de laticínios. Um comitê consultivo irou os fazendeiros ao sugerir que eles reduzissem o tamanho de seus rebanhos de leite para cortar os excedentes na produção de laticínios. Os fazendeiros preferiram fazer lobby por leis que criminalizassem a margarina vegetal ou para proibir as importações de óleo de cacau das Filipinas.[23] Entre as demais tentativas do FFB, houve uma National Bean Marketing Association [Associação Nacional de Venda de Feijão]; uma

[23] Algumas organizações são dignas de nota por terem feito forte oposição ao FFB durante esses anos. Entre elas estavam a Nebraska Farmers' Union [Sindicato dos Fazendeiros de Nebraska], que atacou o FFB, chamando-o de vasta burocracia exploradora, o Corn Belt Committee [Comitê do Cinturão do Milho], e o Minnesota Farm Bureau.

National Pecan Marketing Association [Associação Nacional de Venda de Noz Pecã], estabelecida em fevereiro de 1930; assistência às indústrias de frutas cítricas, e também às de figo, de uva e de uva passa, de batata, de maçã, de beterraba, de mel, de oleaginosas, de xarope de bordo, de tabaco, de frango, de ovos e de arroz. Contudo, o FFB só fez plenos esforços para estabilizar os preços do trigo e do algodão, tendo fracassado de maneira vergonhosa. Tentativas similares em menor escala foram feitas na manteiga, na lã e nas uvas, ao passo que a atividade do FFB para outros produtos limitou-se a subsidiar cooperativas já existentes. O programa de estabilização da uva foi um fiasco como os outros. O Conselho de Controle de Uvas da Califórnia durou apenas dois anos, de 1930 a 1932, e então foi por água abaixo, porque os plantadores de uvas não queriam pagar as taxas de estabilização. Nesse ínterim, a Federal Prohibition Administration [Administração Federal da Lei Seca] piorou as condições na indústria ao proibir os concentrados de uva. Em maio de 1933, o total de empréstimos federais para as uvas era de US$ 25 milhões, com perdas consideráveis.

Na manteiga, o FFB concedeu empréstimos a cooperativas regionais de laticínios já existentes, e estimulou acordos interregionais entre elas. A mais importante era a Land O'Lakes Creameries, Inc., nos estados do centro-norte. O FFB lhe concedeu um empréstimo em janeiro de 1930 a fim de estabilizar o preço da manteiga, mantendo parte do estoque fora do mercado. Os preços se mantiveram por algum tempo, mas depois caíram à medida que os estoques eram vendidos. É difícil rastrear os efeitos dessa operação porque ela foi conduzida numa escala muito pequena.[24] No tabaco, o FFB tentou estimular as cooperativas, que haviam ficado dormentes nessa indústria. O FFB adiantou empréstimos, mas a safra de 1931 foi grande, e o preço, menor. A nova cooperativa morreu no ano seguinte.

E assim fracassou vergonhosamente o esforço de estabilização do FFB. Seus empréstimos incentivaram o aumento na produção, que ampliou os excedentes agrícolas, que pairavam sobre o mercado, reduzindo os preços por razões diretas e psicológicas. O FFB, portanto, agravou a própria depressão agrícola que pretendia curar. Se de modo geral se admitia que o FFB fora um fracasso, o presidente Hoover começou a levar a lógica inexorável da intervenção governamental a seu passo seguinte, recomendando que as terras produtivas não fossem cultivadas, que as plantas fossem derrubadas, e que o gado imaturo fosse morto – tudo para reduzir os excedentes mesmos que a intervenção anterior do governo havia criado. Coube ao governo Roosevelt, porém, executar o grande passo lógico seguinte no caminho para uma agricultura integralmente socializada – uma

---

[24] Murray R. Benedict e Oscar C. Stine, *The Agricultural Commodity Programs* (Nova York: Twentieth Century Fund, 1956), pp. 235–36.

agricultura socializada, temos de acrescentar, a partir dos princípios da irracionalidade e da destruição.[25]

Com o fracasso do FFB, as principais organizações agrícolas fizeram um encontro em Washington, em janeiro de 1932, e pediram um programa de controle efetivo de excedentes agrícolas, a criminalização da venda a descoberto de *commodities*, e a independência das Filipinas, a fim de acabar com as importações sem taxas daquele território. Mas nada foi obtido no Congresso, ainda que diversos congressistas tenham apresentado projetos de lei para que a assistência agrícola fosse muito mais abrangente. Nesse momento, alguns fazendeiros radicais decidiram fazer uma "greve agrícola", uma tentativa própria de programa de estímulo de preços. A queda nos preços dos produtos agrícolas seria combatida por meio da retenção de produtos. O líder do movimento do "Feriado Agrícola" era Milo Reno, presidente da Iowa Farmers Union [Sindicato dos Fazendeiros de Iowa] e da Farm Holiday Association [Associação do Feriado Agrícola]. Reno, pregador, antigo radical, já vinha propondo essas medidas de "greve" desde 1920. Agora, em 3 de maio, uma convenção de 3.000 fazendeiros de Iowa, liderados por Reno, votou pela greve em 4 de julho. Seu lema era: "Fique em casa – não compre, nem venda", e sua canção dizia:

"Vai ser um Feriado da Fazenda
Vai ser um Feriado
Nós com pão, presunto e ovo
E eles comendo ouro."

Essa ameaça auto-destrutiva de voltar a uma economia baseada em trocas tinha a intenção original de durar um mês, como aviso para o resto da sociedade. Mas, no outono de 1932, o movimento tinha se transformado numa turba permanente. Tendo seu centro em Sioux City, Iowa, o movimento se espalhou, e foram formadas unidades estaduais em Dakota do Norte e em Dakota do Sul, em Minnesota, em Montana, e houve agitações em Illinois, em Wisconsin, em Nebraska e no Kansas; mas as unidades não formavam um *front* com grande coesão. Os fazendeiros logo passaram

[25] No fim de 1931, Hyde, secretário de Agricultura, defendia a substituição de nossa agricultura tradicional, "não-planejada", por um programa de compras governamentais e de reflorestamento de terras sub-marginais. "Hyde, porém, havia rejeitado a proposta do senador Arthur H. Vandenberg (Republicano, de Michigan) de obrigar os fazendeiros a diminuir sua produção, por considerá-la incompatível com a liberdade americana." Gilbert N. Fite, "Farmer Opinion and the Agricultural Adjustment Act, 1933". *Mississipi Valley Historical Review* (março de 1962): 663.

de tentativas de convencer seus semelhantes para a violência física pura e simples. Como costuma acontecer, quando os grevistas descobriram que estavam passando fome por causa de suas próprias políticas, enquanto seus colegas não-grevistas passavam muito bem, eles tentaram forçar os odiosos “furões” a perder também a renda *deles*. Em agosto, em Sioux City, o cenário da primeira greve agrícola, os grevistas bloquearam estradas, usaram armas para fazer valer suas ordens, apedrejaram prédios, e impediram o transporte por meio da força.[26] Os grevistas formaram um agressivo exército privado, os Camisas Cáqui dos Estados Unidos. E o governador Floyd Olson, de Minnesota, se ofereceu para usar a milícia estadual para aplicar um embargo na “exportação” de todos os produtos agrícolas de seu estado, desde que todos os outros governadores de estados agrícolas se juntassem a ele. Felizmente, sua oferta foi recusada. Essa campanha toda não conseguiu elevar os preços; na verdade, mais bens saíram de fontes não-grevistas (em grande parte de fora de Iowa), e os preços continuaram a cair rapidamente. Ao fim de 1932, o movimento do feriado agrícola havia acabado – exceto em Dakota do Norte, onde uma convenção de fazendeiros instou os fazendeiros a organizar um conselho de defesa, e a atacar e a recusar-se a produzir para o mercado até que os preços chegassem ao custo de produção dos fazendeiros.

Ainda que tenham fracassado em seu principal objetivo, os conselhos agrícolas conseguiram reduzir as hipotecas sobre fazendas, que valiam centenas de milhares de dólares, e os fazendeiros também organizaram “vendas por trocadinhos”, nas quais proibiam aqueles que não fossem amigos do fazendeiro falido a participar do leilão de seus bens. Os amigos compravam os bens por “uns trocadinhos” e então os devolviam ao falido. O ponto mais baixo dessa criminalidade veio em abril de 1933, quando uma gangue atacou e quase enforcou um juiz de um condado de Iowa por recusar-se a concordar com sua demanda de não ordenar mais execuções hipotecárias de fazendas.[27] E, em fevereiro de 1933, o governador Olson, ameaçado por fazendeiros radicais de seu estado de que marchariam na assembleia de Minnesota para exigir a moratória da dívida compulsória, efetivamente decretou a interrupção de todas as execuções.

---

[26] Também houve “greves do leite” em algumas áreas, em que os caminhões de leite eram parados nas estradas, e suas cargas, derramadas no chão. Os estados de Wisconsin e da Califórnia foram pioneiros ao estabelecer, em 1932, controles do leite, que equivaliam a uma cartelização compulsória do leite em nível estadual. Ver Benedict e Stine, *The Agricultural Commodity Programs*, p. 444.

[27] Ver Fred A. Shannon, *American Farmers’ Movements* (Princeton, NJ: D. Van Nostrand, 1957), pp. 88–91, 178–82.

IX
1930

No começo de 1930, as pessoas de modo geral estavam convencidas de que pouco motivo havia de preocupação. As ações decididas de Hoover em tantas frentes – salários, construção, obras públicas, assistência agrícola etc. – , indicavam para o público que dessa vez o célere planejamento governamental faria a maré virar rápido. Os preços dos produtos agrícolas pareciam estar se recuperando, e o desemprego ainda não havia atingido proporções catastróficas, ficando em torno de 9% da força de trabalho em 1930. Líderes como Hoover, William Green e Charles Schwab fizeram declarações exuberantemente otimistas a respeito de uma recuperação próxima, e Hoover foi elogiado por todos os lados como um grande estadista. Ao fim de junho, Hoover instou a mais ações estaduais e municipais para a expansão das obras públicas a fim de curar o desemprego, e, em 3 de julho, o Congresso autorizou fundos para um gigantesco programa de obras públicas de US$ 915 milhões, incluindo uma Represa Hoover no rio Colorado.

Mais inflação

O doutor Anderson registra que, ao final de dezembro de 1929, as principais autoridades do Federal Reserve queriam seguir uma política de *laissez-faire*: "a disposição era deixar o mercado monetário 'purgar tudo' e chegar à tranquilidade monetária por meio do saudável processo de liquidação". O Federal Reserve estava preparado para deixar o mercado monetário encontrar seu próprio nível, sem dar estímulos artificiais que não fariam nada além de prolongar a crise.[1] Mas, no começo de 1930, o governo instituiu um vasto programa de dinheiro fácil. As taxas de redesconto do Federal Reserve Bank de Nova York caíram de 4,5% em fevereiro para 2% no fim do ano. As taxas de compras para aceitações e a taxa de empréstimos para conta margem igualmente caíram. Ao fim de agosto, o governador Roy Young, do Conselho do Federal Reserve, entregou o cargo, e foi substituído por um inflacionista mais típico, Eugene Meyer, Jr., que tinha trabalhado bastante nos empréstimos do governo aos fazendeiros. Durante o ano inteiro de 1930, as reservas totais dos bancos membros aumentaram em US$ 116 milhões. As reservas controladas subiram US$ 209

[1] Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare* (Nova York: D. Van Nostrand, 1949)

milhões; houve um aumento de US$ 218 milhões nos títulos do governo. O estoque de ouro aumentou em US$ 309 milhões, e houve um aumento líquido nas reservas dos bancos membros de US$ 116 milhões. Apesar desse aumento nas reservas, a oferta monetária total (incluindo todos os substitutos da moeda) permaneceu praticamente constante ao longo do ano, caindo muito pouco, de US$ 73,52 bilhões ao fim de 1929 para US$ 73,27 bilhões no fim de 1930. Teria havido um aumento significativo se não fosse pelos bancos em situação precária, que foram forçados a contrair suas operações diante da depressão generalizada. A emissão de títulos aumentou, e por algum tempo os preços dos bens subiram novamente, mas estes logo voltaram a sofrer forte queda, e a produção e o emprego permaneceram em queda constante.

Um dos líderes da política de dinheiro fácil do fim de 1929 e de 1930 era, outra vez, o Federal Reserve Bank de Nova York, cujo governador era George Harrison. De fato, o Federal Reserve começou a política inflacionista por conta própria. A inflação teria sido maior em 1930 se não fosse pelo colapso do *boom* do mercado de ações na primavera, e pela onda de falências bancárias ao fim de 1930.[2] Os inflacionistas não estavam satisfeitos com os acontecimentos, e, ao fim de outubro, a *Business Week* denunciou veementemente os pretensos "deflacionistas no comando", supostamente inspirados pelos maiores bancos comerciais e de investimentos.[3]

A Tarifa Smoot-Hawley

Em meados de 1930, outra semente lançada em 1929 veio dar fruto. Um dos primeiros atos de Hoover ao tornar-se presidente foi realizar uma sessão especial sobre tarifas, começando na primavera de 1929. Se vimos

[2] O Federal Reserve Bank de Nova York também continuou a liderar na colaboração com bancos centrais estrangeiros, muitas vezes contra a vontade do governo. Assim, o Bank of International Settlements [Banco de Acordos Internacionais], uma tentativa de criar um banco central inter-bancos centrais, por instigação de Montagu Norman, tratava o Federal Reserve Bank de Nova York como banco central dos Estados Unidos. O presidente do primeiro comitê organizador do BIS foi Jackson E. Reynolds, diretor do Federal Reserve Bank de Nova York, e seu primeiro presidente foi Gates W. McGarrah, que renunciou ao cargo de governador do Federal Reserve Bank de Nova York em fevereiro de 1930 para assumir esse posto. A J. P. Morgan and Company entrou com boa parte do capital americano do BIS. Em novembro, o governador Harrison fez "uma viagem comum de negócios" ao exterior para se encontrar com outros banqueiros centrais, e discutir empréstimos a governos estrangeiros. Em 1931, o Federal Reserve Bank de Nova York concedeu empréstimos ao BIS. Contudo, não houve qualquer sanção legislativa a sua participação no BIS.

[3] *Business Week* (22 de outubro de 1930). O doutor Virgil Jordan era o principal economista da *Business Week* – que, naquela época, assim como hoje, era um dos principais porta-vozes da opinião econômica "esclarecida".

que uma política de altas tarifas combinada com empréstimos estrangeiros prejudicaria os mercados de exportação dos fazendeiros quando os empréstimos secassem, a resposta de Hoover foi elevar as tarifas ainda mais, sobre produtos agrícolas e manufaturados. Uma geração depois, Hoover ainda diria que uma tarifa alta *ajuda* o fazendeiro ao construir seu mercado doméstico e diminuir sua "dependência" de mercados de exportação, o que significa, na prática, que essa tarifa o prejudica enormemente, por destruir seus mercados de exportação.[4] O Congresso continuou a trabalhar numa tarifa mais elevada, e por fim apresentou uma lei em meados de 1930, que Hoover assinou com aprovação. Em suma, foi num tempo precário, de depressão, que o governo Hoover decidiu aleijar o comércio internacional, prejudicar o consumidor americano, e atacar os mercados de exportação dos fazendeiros americanos ao elevar as tarifas acima de seus níveis já bem altos. Numa notável demonstração de consenso, quase todos os economistas do país, e também os principais banqueiros e muitos outros líderes, instaram Hoover a vetar a Tarifa Smoot-Hawley. Seus principais defensores eram o bloco Progressista, as três grandes organizações agrícolas, e a American Federation of Labor.

Ninguém havia defendido tarifas mais elevadas durante a campanha de 1928, e Hoover deu origem à campanha por uma uma tarifa maior num esforço para ajudar os fazendeiros, elevando os impostos de importação sobre produtos agrícolas. Quando o projeto de lei chegou à Câmara, porém, ele acrescentou tarifas a muitos outros produtos. O aumento dos impostos de importação sobre a agricultura não foi muito importante, porque os produtos agrícolas eram de modo geral *commodities* de exportação, e muito pouca coisa era importada. Foram elevados os impostos de importação do açúcar para "fazer alguma coisa pelo" fazendeiro de beterraba do oeste; sobre o trigo, para subsidiar os fazendeiros de trigo marginais do noroeste às custas de seus vizinhos canadenses; sobre a semente de linhaça, para proteger os fazendeiros do noroeste contra a Argentina; sobre o algodão, para proteger os fazendeiros marginais do Imperial Valley contra o Egito; sobre os produtos de gado e de laticínios para prejudicar o comércio da fronteira canadense; sobre peles, couro e sapatos; sobre lã e têxteis de lã; sobre produtos químicos para a agricultura; sobre a carne, para prejudicar as importações da Argentina; sobre os têxteis de algodão para aliviar essa "indústria deprimida"; sobre o veludo e outras sedas; sobre a porcelana, sobre os instrumentos cirúrgicos, e sobre outros instrumentos de vidro;

[4] Herbert Hoover, *Memoirs of Herbert Hoover* (Nova York: Macmillan, 1952), vol. 2, pp. 291ss. Ver John H. Fahey, "Tariff Barriers and Business Depressions", *Proceedings of the Academy of Political Science* (junho de 1931): 41ss.

sobre os canivetes e sobre os mecanismos de relógios.[5] As tarifas eram naquele momento as mais altas da história dos Estados Unidos.

A bolsa de valores teve uma queda fortíssima no dia em que Hoover concordou em assinar a Lei Smoot-Hawley. Essa lei deu o sinal para que o protecionismo proliferasse no mundo inteiro. Os mercados e a divisão internacional de trabalho foram prejudicados, e os consumidores americanos passaram a carregar um fardo ainda maior, porque a agricultura e as indústrias de exportação sofreram com a queda subsequente do comércio internacional.

Uma destacada campanha protecionista foi armada pelo bloco da prata. Em fevereiro, os mineiros sugeriram uma conferência monetária internacional para elevar e depois estabilizar os preços da prata, e também para impor uma tarifa sobre ela. A resolução passou pelo senado em fevereiro de 1931, mas o departamento de Estado não conseguiu fazer com que os governos estrangeiros se interessassem por essa conferência. Os principais apoiadores desse esquema para fazer subir os preços eram os governadores do oeste, que agiam em prol da American Silver Producers' Association [Associação Americana dos Produtores de Prata], senadores como Key Pittman, de Nevada, e Reed Smoot, de Utah, J. H. Hammond, engenheiro de mineração, Rend Leon, banqueiro de Nova York, e F. H. Brownell, presidente da American Smelting and Refining Company.

Hoover no segundo semestre de 1930

Durante a segunda metade de 1930, a produção, os preços, o comércio exterior e o emprego continuaram a cair. Em 29 de julho, Hoover pediu uma investigação das leis de falência a fim de enfraquecê-las e de impedir muitas falências – assim recorrendo ao antigo expediente de tentar reavivar a confiança prejudicando os credores e estimulando posições insustentáveis. Em agosto, foi revelado que a construção naval mercante havia inchado de 170 mil toneladas em julho de 1929 para 487 mil toneladas em julho de 1930 – graças a subsídios federais. Em 9 de setembro, Hoover tomou uma medida extraordinária: a fim de aliviar o problema do desemprego, e também para manter altos os salários, o presidente efetivamente proibiu a imigração para os Estados Unidos, e fez isso valendo-se tão somente de um boletim à imprensa do departamento de Estado. O decreto

[5] Ver Frank W. Taussig, "The Tariff Act of 1930", *Quarterly Journal of Economics* (novembro de 1930): 1–21; e idem, "The Tariff, 1929–1930", *Quarterly Journal of Economics* (fevereiro de 1930): 175–204.

barrava todos os imigrantes, que seriam “fardos públicos”, exceto os mais ricos, e em poucos meses reduziu em 90% a imigração europeia.

É interessante que a ação arbitrária de Hoover tenha vindo como um desafio à recusa anterior do Congresso de concordar com sua proposta de reduzir pela metade as cotas de imigração, e também após o Senado ter rejeitado um projeto de lei para suspender toda a imigração, exceto a de parentes, por cinco anos, apresentado pelo senador Hugo Black (Democrata, do Alabama). Como é típico dos argumentos restricionistas e que falam em aumento de salários para impedir a imigração, havia a acusação por parte do senador Black de que “a imigração estrangeira foi usada pelos grandes interesses corporativos desse país como arma direta para diminuir o valor dos salários do povo desta terra”[6]. Como se poderia esperar, William Green calorosamente apoiou a posição de Hoover.

Reduzir a força de trabalho como “cura” para o desemprego é como “curar” o excedente de alguma *commodity* aprovando uma lei que proíba qualquer pessoa de vender o produto, além de prenunciar a “cura” de Hitler para o desemprego que forçava as mulheres casadas a voltar ao lar. Hoover também registra que acelerou a deportação de estrangeiros “indesejáveis”, outra vez ajudando a aliviar a questão do desemprego. Ele deportava entre dezesseis e vinte mil estrangeiros por ano.[7] Assim, enquanto a lei de imigração já tinha reduzido a imigração líquida para os Estados Unidos a cerca de 200 mil por ano, o decreto de Hoover reduziu a imigração líquida para 35 mil em 1931, e em 1932 a imigração líquida foi de 77 mil. Além disso, o Comitê Emergencial para o Desemprego, criado por Hoover, organizava propaganda concertada para instar os jovens a voltar para a escola no outono, e portanto sair do mercado de trabalho.

No fim de julho, Hoover organizou uma conferência de planejamento das principais organizações, cujo objetivo era ampliar a casa própria e ajudar as hipotecas de casas em situação precária. O Comitê Planejador estabelecido por Hoover incluía representantes da National Association of Real Estate Boards [Associação Nacional dos Conselhos de Imóveis], da American Federation of Labor, da American Farm Bureau Federation, da National Farmers Union [Sindicato Nacional dos Fazendeiros], da Na-

[6] Robert A. Divine, *American Immigration Policy, 1924–1952* (New Haven, Conn: Yale University Press, 1957), p. 78.

[7] O movimento de sindicatos trabalhistas aplaudiu o programa, e William Green pedindo mais fundos do Congresso para que a polícia federal da fronteira pudesse repelir os imigrantes. Na Califórnia, trabalhadores filipinos foram espancados e baleados para não poder ser empregados nos vales agrícolas. Irving Bernstein, *The Lean Years: A History of the American Worker, 1920–1933* (Boston: Houghton Mifflin, 1960), p. 305.

tional Grange [Granja Nacional], da Câmara de Comércio dos Estados Unidos, do American Institute of Architects [Instituto Americano de Arquitetos], e da American Home Economic Association [Associação Econômica do Lar Americano].

Em outubro, Hoover aparentemente achava que havia chegado a hora de elogiar a si mesmo. Num discurso à American Bankers' Association [Associação dos Banqueiros Americanos], ele resumiu assim sua multifacetada intervenção:

> Determinei que era meu dever, mesmo sem precedentes, convocar as empresas do país a uma ação coordenada e construtiva para resistir às forças da desintegração. A comunidade empresarial, os banqueiros, o trabalho e o governo cooperaram em medidas de mitigação mais amplas do que jamais tentado na história deste país. Nossos banqueiros e o Federal Reserve carregaram o país por meio da tempestade do crédito... sem sequelas. Nossas principais preocupações sustentaram os salários, distribuíram o emprego, e agilizaram a construção pesada. O governo expandiu as obras públicas, assistiu no crédito à agricultura, e restringiu a imigração. Essas medidas mantiveram um grau mais elevado de consumo do que aquele que haveria. Assim, elas impediram um alto grau de desemprego... Nossa experiência atual com a assistência deveria formar a base de planos ainda mais amplos para o futuro.

E de fato eles formaram a base – de planos que agravaram a depressão ainda mais. Aos banqueiros, Hoover apresentou sua teoria favorita do *crash*: ele aconteceu porque o crédito estava escasso demais para os mutuários comerciais, tendo sido "indevidamente" absorvido pela especulação. Hoover elogiou o Federal Reserve System, chamando-o de grande instrumento promotor da estabilidade, e pediu "uma ampla oferta de crédito a taxas de juros baixas", e também obras públicas, que seriam os melhores métodos para encerrar a depressão.

O acordo salarial que Hoover obtivera nas Conferências da Casa Branca infelizmente se manteve firme por bastante tempo, tornando-se assim a principal causa do desemprego. Hoover ainda registra com orgulho que o acordo salarial vigorou nas profissões organizadas por todo seu mandato, e que a maior parte dos empregadores não-sindicalizados também o cumpriu. Em agosto, William Green havia elogiado os efeitos estabilizadores do programa de Hoover, enfatizando seu sucesso em manter os salários. E, em outubro, quando Green apresentou Hoover na convenção anual da AFL, estava exuberante:

> A grande influência que [Hoover] exerceu naquela ocasião [as Conferências da Casa Branca] serviu para manter os padrões salariais, impedindo uma redução geral dos salários. Emergindo agora desse período perturbador de desemprego, nós... compreendemos e apreciamos o valor do serviço que o Presidente prestou aos assalariados do país.

Green não tinha dúvidas de que "a grande influência [de Hoover] serviu para manter os padrões salariais, impedindo uma redução geral dos salários".

Em seu discurso à Convenção, Hoover retornou ao glorioso tema das Conferências da Casa Branca:

> Nas Conferências da Casa Branca, os líderes empresariais e industriais fizeram o máximo que podiam para manter o nível de salários.

E para distribuir o trabalho entre os empregados. Ele saudou o sucesso daquela promessa, porque as grandes companhias manufatureiras, as ferrovias, as empresas de serviços públicos e as casas empresariais conseguiram manter os salários estabelecidos. Os empregadores sistematicamente espalharam o emprego.

O espalhamento do emprego foi, na verdade, um espalhamento do desemprego, e ajudou a manter o nível salarial existente ao manter os desempregados fora do mercado de trabalho. Hoover finalmente admitiu isso quando falou:

> Por meio da distribuição do emprego, vastos números de trabalhadores foram poupados de ser obrigados a competir por novos empregos.

Outro mal nesse programa de compartilhamento de trabalho foi que os empregadores não podiam demitir seus trabalhadores de menor produção marginal – aqueles cuja produtividade ficava abaixo dos salários artificialmente altos. Assim, os custos para os empregadores aumentavam, e eles sofriam perdas maiores.

Hoover também elogiou os empresários por sua grande resolução de manter os níveis salariais mesmo diante da queda nos preços[8], e observou

---

[8] No mesmo mês de outubro, porém, Edward Eyre Hunt, numa carta ao coronel Woods, mostrava-se contrário a todos os cortes salariais que ocorreram. Bernstein, *The Lean Years: A History of the American Worker, 1920–1933*, p. 259.

que as obras públicas haviam "aproveitado os excedentes" e que as ferrovias e as empresas de serviços públicos haviam sido induzidas a aumentar a construção em US$ 500 milhões.

Ainda em outubro, Hoover lançou o primeiro de diversos ataques contra sua antiga *bête noire*: a Bolsa de Valores de Nova York. Ameaçou criar regulamentações federais para a Bolsa apesar de ela estar integralmente sob a jurisdição do estado de Nova York e de essa regulamentação ser flagrantemente inconstitucional. Hoover forçou Richard Whitney, presidente da Bolsa, a concordar "voluntariamente" em reter empréstimos para fins de venda a descoberto. A venda a descoberto era – e costuma ser – o principal objeto dos ataques dos demagogos que acreditavam que vendas a descoberta eram de algum modo fundamentalmente responsáveis pela queda nos preços das ações, esquecendo assim que para todo vendedor a descoberto tem de haver necessariamente um comprador, e também que a venda a descoberto acelera o necessário ajuste depressivo nos preços das ações. O senador Smith Brookbart de Iowa tinha, já em janeiro de 1930, apresentado um projeto de lei para proibir toda venda a descoberto.

No mesmo mês, Hoover formou uma organização de escala nacional para aliviar a ansiedade. O coronel Arthur Woods foi nomeado para liderar o Comitê Presidencial Emergencial para o Emprego; nesse grupo estavam Fred C. Croxton, Edward Bernays, e a doutora Lillian Gilberth.[9] Como na empreitada anterior de Hoover, em 1921, o comitê organizou comitês de assistência ao desemprego em cada estado e município. Logo depois, Hoover outra vez pediu mais fundos para obras públicas federais. Uma obra pública que já havia começado em setembro era a Represa Hoover – um nome apropriado – no Arizona, um projeto governamental para vender água e energia elétrica. O *New Deal* alegremente concluiu o projeto, assim como concluiu a Represa Grand Coulee no rio Columbia, e as represas no Vale Central da Califórnia.[10]

---

[9] A principal contribuição de Bernay foi sua insistência na superioridade, para efeitos de relações públicas, da palavra "emprego" sobre a palavra "desemprego" no nome da organização. Ibid., pp. 302–03.

[10] O interesse de Hoover por represas governamentais não começou de modo algum com a depressão, como testemunha sua orgulhosa inauguração da Represa Boulder em dezembro de 1928. Que as empresas privadas nem sempre são confiáveis defensoras da liberdade de empreender privadamente fica claro pela aprovação da represa por parte de empresas de serviços públicos como Southern California Edison Company, que esperava beneficiar-se ao comprar energia barata e subsidiada do governo. Além disso, as companhias privadas de energia viam a Represa Boulder como um projeto arriscado e submarginal prejudicado por sérias dificuldades de engenharia, e achavam ótimo que o pagador de impostos assumisse o risco.
Por outro lado, é preciso admitir que Hoover resistiu firmemente às tentativas do Congresso em 1931 e em 1932 de iniciar a produção e a distribuição socializadas de energia em Muscle Shoals, projeto que enfrentava forte oposição das empresas privadas de energia e que depois foi ampliado pelo *New Deal*, transformando-se na Tennessee Valley Authority [Autoridade do Vale do Rio Tennessee] (TVA). Ver

Na segunda mensagem anual de Hoover, em dezembro, o presidente, ainda que admitisse que o emprego nas fábricas tivesse caído 16% desde 1928, e que a produção manufatureira tivesse caído 20%, orgulhosamente observava que os níveis de consumo e de salários haviam se mantido em seus níveis anteriores, que os depósitos bancários haviam subido 5%, e que as vendas em lojas de departamentos haviam caído apenas 7%. Infelizmente, Hoover não tentou relacionar esses movimentos, nem tentou perceber que as quedas no emprego e na produção eram consequências de políticas que estimulavam o consumo e os salários. Hoover admitiu que os preços do trigo e do algodão estavam 40% menores do que estavam em 1928, e os preços de produtos agrícolas, 20% menores, mas celebrou o feito do FFB que foi manter os preços de trigo 50% maiores do que os do Canadá, e os preços de lã, 80% maiores do que os da Dinamarca. Hoover aparentemente nunca notou que manter os preços acima do nível de mercado mundial seria uma autossabotagem, porque poucos consumidores comprariam produtos americanos a preços artificialmente mais altos do que aqueles que poderiam obter no estrangeiro.

Mantendo o tom geral de otimismo, a American Economic Association afirmou no fim do ano que a recuperação parecia garantida na primavera de 1931. Havia alguns outros, mais sagazes do que esses economistas "renomados", que trabalhavam com instrumentos teóricos melhores. Assim, no fim de julho, H. Parker Willis afirmava, num editorial do *New York Journal of Commerce*, que a política atual de dinheiro fácil do Federal Reserve estava causando o aumento das falências bancárias, "principalmente porque eles não podem fazer liquidações". Willis observava que o país estava sofrendo com os mal-investimentos dispendiosos e congelados em fábricas, edifícios e em outros capitais, e que a depressão só seria curada quando essas posições de crédito insustentáveis fossem liquidadas.[11] O economista Joseph Stagg Lawrence defendeu a poupança e atacou a ideia predominante de que o consumo levava à prosperidade. Ele observou que as compras de bens de consumo estavam se mantendo, ao passo que as principais quedas estavam acontecendo nas indústrias de bens de produção, como as de construção, de aço e de tráfego de fretes.[12]

Um dos melhores conselhos para a depressão foi apresentado num relatório anual por Albert H. Wiggin, presidente do conselho do Chase Natio-

---

Harris Gaylord Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression* (Nova York: Oxford University Press, 1959), pp. 64, 77–80.

[11] *Commercial and Financial Chronicle* 131 (2 de agosto de 1930): 690–91.

[12] Joseph Stagg Lawrence, "The Attack on Thrift", *Journal of the American Bankers' Association* (janeiro de 1931): 597ss.

nal Bank, em janeiro de 1931. Pode-se presumir que, ao fazer o relatório, ele teve a ajuda do doutor Benjamin M. Anderson, economista do banco. Wiggin pedia a redução do imposto federal sobre ganhos de capital, observando que o imposto de 12,5% sobre ganhos de capital realizados induzia as pessoas a segurar suas ações em vez de vendê-las durante o *boom*, e depois incentivava a venda durante a depressão, a fim de compensar as perdas com as ações realizadas. Wiggin também instava a uma redução na tarifa, notando que tínhamos meramente atrasado os efeitos adversos da tarifa protetora de 1924 a 1929, por meio da compra pesada de títulos estrangeiros. Com a queda no mercado de títulos estrangeiros, os países estrangeiros não tinham mais fundos para comprar nossas exportações. Somente uma redução das nossas tarifas permitiria o florescimento das exportações americanas. Wiggin ainda observou que a produção havia caído bem mais do que o consumo, indicando assim que não era a falta de "poder de compra" que estava causando a depressão. Por fim, ele observou que, na depressão de 1921, os custos e os salários foram rapidamente reduzidos, e as atividades insustentáveis, liquidadas:

> Os custos anteriores de produção foram esquecidos, e os bens foram vendidos pelo preço que o mercado pagaria... [mas] tentamos, por uma questão de política coletiva, mantermo-nos firmes após o crash de 1929. Os salários não deveriam ser reduzidos, as compras feitas pelas ferrovias e a construção por parte de empresas de serviços públicos tinha de aumentar, os preços deveriam ser mantidos, e o dinheiro barato seria o fundamento de tudo. Essa política... fracassou... É má política que um governo, ou uma indústria, por meio de atos concertados, tente manter os preços permanentemente acima do nível justificado pela situação de demanda e de oferta... Temos de manter os mercados abertos, e os preços, livres. Não é verdade que altos salários criam prosperidade. Pelo contrário, é a prosperidade que cria altos salários. Quando os salários são mantidos num nível superior ao justificado pela situação de mercado, o emprego e o poder de compra do trabalho caem... Nossa depressão foi prolongada e não aliviada pela demora em fazer os ajustes necessários.[13]

Infelizmente, não se deu atenção ao sábio conselho de Wiggin.

[13] *Commercial and Financial Chronicle* 132 (17 de janeiro de 1931): 428–29.

A campanha por obras públicas

Se alguns economistas deram bons conselhos que não foram ouvidos, muitíssimos outros ajudaram a piorar a situação fazendo campanha por um vasto programa de obras públicas. O Employment Stabilization Act [Lei de Estabilização do Emprego] fora apresentado ao senado pelo senador Robert Wagner, do estado de Nova York, em 1928, por inspiração de Otto Tod Mallery, veterano de campanhas por obras públicas, como parte de um plano abrangente de intervenção governamental para o combate ao desemprego.[14]

A lei criava um Conselho de Estabilização do Desemprego, que consistia em diversas autoridades dos departamentos do governo, a fim de ampliar as obras públicas para estabilizar a indústria e aliviar o desemprego durante a depressão. No começo de 1930, o senador Wagner aproveitou a oportunidade para reapresentar seu programa. Ele afirmou, com a devida coerência, que, como agora já tínhamos uma tarifa federal e o Federal Reserve System, por que não assumir também a responsabilidade pelo desemprego? Ninguém pensou em dizer a Wagner que seria possível inverter sua lógica para derrubar tanto a tarifa protecionista quanto o Federal Reserve. O projeto de Wagner autorizava US$ 150 milhões por ano para o programa.

O Comitê Conjunto de Imigração da Califórnia apresentou, como "alternativa" ao projeto de Wagner, uma proposta própria para restringir a imigração, impedindo assim que estrangeiros competissem com trabalhadores americanos que recebiam altos salários, e impedindo que eles perturbassem um equilíbrio salarial artificial. O projeto teve o apoio da American Legion of California, [Legião Americana da Califórnia], da California Federation of Labor [Federação do Trabalho da Califórnia], e dos Native Sons of the Golden West [Filhos Nativos do Oeste Dourado]. Hoover atendeu a seu pedido em setembro. Para o projeto de lei de Wagner, as principais testemunhas no senado foram o inevitável John B. Andrews, da American Association for Labor Legislation, William Green, Frances Perkins, Norman Thomas, do Partido Socialista, e James A. Emery, da National Association of Manufacturers [Associação Nacional dos Manufatureiros]. De fato, houve pouca oposição no senado: o senador Hiram Johnson (Republicano, da Califórnia), presidente do subcomitê que considerava a medida, aprovou-a, assim como o senador Vandenberg

[14] Ver U. S. Senate Committee on Banking and Currency, *History of the Employment Stabilization Act of 1931* (Washington, D. C.: U. S. Government Printing Office, 1945); Joseph E. Reeve, *Monetary Reform Movements* (Washington, D. C.: American Council on Public Affairs, 1943), pp. 1ss.; U. S. Senate, Committee on Judiciary, 71st Congress, 2nd Session, *Hearings on S. 3059* (Washington. D. C., 1930).

(Republicano, de Michigan) e o presidente Hoover. Uma enxurrada de economistas nacionais aprovou o projeto de lei de Wagner, em petições apresentadas ao congresso pelos professores Samuel Joseph, do City College, de Nova York, e Joseph P. Chamberlain, da Columbia University. A petição de Joseph afirmava que o projeto lançava as bases para um programa nacional de alívio do desemprego, e que o princípio das obras públicas era "amplamente aceito" pelos economistas como meio de estimular a construção e de dar trabalho às pessoas.[15]

---

[15] Entre os economistas e outros que assinaram, havia os seguintes nomes:

Edith Abbott
Asher Achinstein
Emily Green Balch
Bruce Bliven
Sophinisba P. Breckenridge
Paul F. Brissenden
William Adams Brown, Jr.
Edward C. Carter
Ralph Cassady, Jr.
Waddill Catchings
Zechariah Chafee, Jr.
Joseph P. Chamberlain
John Bates Clark
John Maurice Clark
Victor S. Clark
Joanna C. Colcord
John R. Commons
Morris L. Cooke
Morris A. Copeland
Malcolm Cowley
Donald Cowling
Jerome Davis
Davis F. Dewey
Paul H. Douglas
Stephen P. Duggan
Seba Eldridge
Henry Pratt Fairchild
John M. Ferguson
Frank A. Fetter
Edward A. Filene
Irving Fisher
Elisha M. Friedman
A. Anton Friedrich
S. Colum Gilfillan
Meredith B. Givens
Carter Goodrich
Henry F. Grady
Robert L. Hale
Walton Hamilton
Mason B. Hammond
Charles O. Hardy
Sidney Hillman
Arthur N. Holcombe
Paul T. Homan
B.W. Huebsch
Alvin S. Johnson
H.V. Kaltenborn
Edwin W. Kemmerer
Willford I. King
Alfred Knopf
Hazel Kyrk
Harry W. Laidler
Corliss Lamont
Kenneth S. Latourette
William Leiserson
J.E. LeRossignol
Roswell C. McCrea
Otto Tod Mallery
Harry A. Millis
Broadus Mitchell
Harold G. Moulton
Paul M. O'Leary
Thomas I. Parkinson
S. Howard Patterson
Harold L. Reed
Father John A. Ryan
Francis B. Sayre
G.T. Schwenning
Henry R. Seager
Thorsten Sellin
Mary K. Simkhovitch
Nahum I. Stone
Frank Tannenbaum
Frank W. Taussig
Ordway Tead
Willard Thorp
Mary Van Kleeck
Oswald G. Villard
Lillian Wald
J.P. Warbasse
Colston E. Warne
Gordon S. Watkins
William O. Weyforth
Joseph H. Willits
Chase Going Woodhouse
Matthew Woll

Por serem autoridades e membros da American Association for Labor Legislation durante esse período, Igualmente envolveram-se na agitação os seguintes economistas e líderes intelectuais:

Willard E. Atkins
C.C. Burlingham
Stuart Chase
Dorothy W. Douglas
Richard T. Ely
Felix Frankfurter
Arthur D. Gayer
Harold M. Groves
Luther Gulick
Mrs. Thomas W. Lamont
Eduard C. Lindeman
William N. Loucks
Wesley C. Mitchell
Jessica Peixotto
Donald Richberg
Bernard L. Shientag
Sumner H. Slichter
Edwin S. Smith
George Soule
William F. Willoughby
Edwin E. Witte

O senado aprovou o projeto de Wagner numa votação sem registro. O projeto enfrentou atrasos na Câmara, apesar da quase total falta de oposição nas audiências, e da pressão em seu favor exercida por Andrews, Green, Perkins, Emery, Douglas, Foster e Catchings. O deputado George S. Graham (Republicano, da Pensilvânia), presidente do Comitê Judiciário, conseguiu, por meio de emendas, tirar a substância do projeto, e assim travar a Conferência entre o Senado e a Câmara e obstruir o projeto.[15] Nesse ínterim, o Congresso aprovou os diversos pedidos de Hoover de mais fundos para obras públicas, ainda que um pedido de US$ 150 milhões tenha sido cortado para US$ 116 milhões.

Em dezembro de 1930, o Comitê Emergencial de Obras Públicas Federais, presidido por Harold S. Butenhein, editor de *American City*, fez um apelo pelo empréstimo em larga escala de um bilhão de dólares para obras públicas, e o pedido teve o apoio de 93 economistas, entre os quais Thomas S. Adams, Thomas Nixon Carver, Edgar S. Furniss, Edwin R. A. Seligman, Leo Wolman, e muitos dos nomes das petições pelo projeto de Wagner.[16] Enfim, em fevereiro de 1931, o Congresso aprovou o Employment Stabilization Act em sua versão original, e Hoover alegremente assinou a medida. Ele logo nomeou o secretário de Comércio presidente do Conselho Federal de Estabilização do Emprego.[17] O senado também fez algo no mesmo mês que teria efeitos de longo alcance no futuro: aprovou a resolução de Wagner para o estudo do estabelecimento de um seguro-desemprego federal.

Nos bastidores, Gerard Swope, presidente da General Electric, instou Hoover a fazer um programa muito mais amplo de obras públicas. Em setembro de 1930, propôs a Hoover uma emissão imediata de títulos de um bilhão de dólares para obras públicas federais, a ser igualado por outro bilhão obtido de maneira similar pelos governos estaduais e municipais, com garantia federal. O argumento favorito de Swope era notar que a guerra, com seu audacioso planejamento nacional, era o ideal a ser emulado. Felizmente, as inclinações do próprio Hoover nesse sentido eram cautelosas demais para permitir a adoção da proposta de Swope.[18]

---

[15] Bernstein, *The Lean Years: A History of the American Worker, 1920–1933*, p. 304.

[16] Ver Joseph Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization* (Nova York: Viking Press, 1959), vol. 5, pp. 674–75.

[17] No mês seguinte, cinco senadores progressistas convocaram uma conferência para fazer campanha por um gigantesco programa de obras públicas de US$ 5 bilhões; a conferência teve discursos de Frank Murphy, o prefeito progressista de Detroit, do professor Leo Wolman, e do padre John A. Ryan. O senador La Follette e William Randolph Hearst também pediram medidas semelhentes.

[18] Ver David Loth, *Swope of GE* (Nova York: Simon and Schuster, 1958), pp. 198–200.

O coronel Arthur Woods, presidente do Comitê Presidencial Emergencial para o Emprego, era outro que instava Hoover a ir além do que ele gostaria. Woods sugeriu um programa de obras públicas federais e estaduais de US$ 750 milhões, que incluía um Conselho de Reconstrução Federal para empréstimos aos estados para obras públicas.[19]

Os ônus fiscais do governo

No mundo agradável, mas ilusório, das “estatísticas do produto nacional”, as despesas do governo em bens e serviços constituem um *acréscimo* ao produto da nação. Na verdade, como a receita do governo, ao contrário da de todas as demais instituições, é obtida por meio da coerção do pagador de impostos e não paga voluntariamente, é muito mais realista considerar todos os gastos do governo uma *depredação*, e não um acréscimo, ao produto nacional. De fato, as despesas ou as receitas do governo, o item que for maior, devem ser consideradas um ônus ao produto nacional privado, e a subtração dessa cifra do Produto Privado Bruto (PPB) dará uma estimativa do produto privado que ficou em mãos privadas. A proporção entre a depredação do governo (de despesas ou de receitas do governo, o item que for maior) e o Produto Privado Bruto dá a porcentagem aproximada da depredação do governo em relação ao produto privado da economia.[20]

---

[19] Bernstein, *The Lean Years: A History of the American Worker, 1920–1933*, p. 304.

[20] De modo geral, os gastos do governo são comparados com o Produto Nacional Bruto (PNB) ao pesar-se a extensão fiscal da atividade do governo na economia. Mas como os gastos do governo são mais depredação do que produção, primeiro é necessário deduzir “produto originado do governo e das empresas governamentais” do PNB para chegar-se a um Produto Privado Bruto. Pode-se pensar que os gastos totais dos governos não deveriam ser deduzidos do PPB, porque isso leva à dupla contagem dos gastos do governo em salários de burocratas (“produto originado do governo”). Mas isso não é contar duas vezes, porque a maior parte do dinheiro gasto em salários da burocracia é obtido por meio de impostos do setor *privado*, e, portanto, também envolve depredação da economia privada. Nosso método envolve uma pequenina quantidade de supercontagem da depredação, porém, na medida em que os fundos para os gastos do governo vêm dos impostos pagos pelos próprios *burocratas*, e portanto não são deduzidos do produto privado. Contudo, essa quantidade, especialmente no período de 1929–1932, pode ser ignorada com segurança, porque não há maneira precisa de estimá-la, nem melhor maneira de estimar a depredação do governo no setor privado.
Se os gastos e as receitas do governo estiverem perfeitamente equilibrados, então obviamente ambos são medidas da depredação, porque os fundos são adquiridos por meio de impostos e canalizados para os gastos. Se os gastos forem maiores, então o déficit ou é financiado pela emissão de dinheiro novo ou pelo empréstimo de poupança privada. Em qualquer um dos casos, o déficit constitui uma fuga de recursos do setor privado. Se houver mais receitas do que gastos, então os impostos que compõem o superávit são fugas de capital do setor privado. Para uma discussão mais extensa, e para tabelas de estimativas dessas cifras para o período de 1929 a 1932, ver o Apêndice.

Numa depressão, é particularmente importante que o ônus fiscal do governo seja reduzido. Em primeiro lugar, é especialmente importante num momento como esse libertar a economia da pesada carga dos recursos de aquisição do governo, e, além disso, uma redução do ônus tenderá a alterar os gastos totais de modo a aumentar o investimento e a reduzir o consumo, oferecendo assim redobrado impulso para a cura da depressão.

Como reagiu o governo quando chegou a depressão de 1929? Os ônus fiscais da economia foram aumentados ou reduzidos? Felizmente, há estatísticas detalhadas a partir de 1929, permitindo-nos estimar a resposta para essa questão. Em 1929, o Produto Nacional Bruto (PNB) era de US$ 104,4 bilhões; o Produto Privado Bruto era de US$ 99,3 bilhões. (Ver nossos cálculos no Apêndice.) A depredação federal total em relação ao produto privado foi igual às receitas federais, que foram de US$ 5,2 bilhões. (As despesas federais foram um pouco menores, de US$ 4 bilhões.) As depredações estaduais e municipais foram de US$ 9 bilhões, com a cifra para despesas e receitas sendo estimada em US$ 8,8 bilhões. O total de depredações do produto privado por parte do governo foi, portanto, de US$ 14,2 bilhões, um ônus de 14,3% do produto privado bruto (ou, se preferirmos, 15,7% do Produto Privado Líquido). Em 1930, o PNB caiu para US$ 91,1 bilhões, e o PPB para US$ 85,8 bilhões. Os gastos do governo subiram para US$ 4,2 bilhões, ao passo que as receitas caíram para US$ 4,4 bilhões; os gastos estaduais e municipais subiram para US$ 9,7 bilhões, e as receitas estaduais e municipais, para US$ 9,1 bilhões. O total de depredações do governo em 1930, portanto, permaneceu relativamente estável, em US$ 14,1 bilhões. Mas agora isso equivalia a 16,4% do Produto Privado Bruto, e 18,2% do produto privado líquido. O ônus fiscal do governo foi significativamente *aumentado* quando deveria ter sido reduzido.

Considerando quaisquer alíquotas fiscais, esperaríamos que as receitas caíssem durante a depressão, junto com a renda nacional, se o governo simplesmente ficasse passivo. A responsabilidade específica do governo, então, é reduzir seus gastos. Em vez disso, os gastos subiram em US$ 800 milhões. Desses, US$ 700 milhões vieram dos governos estaduais e municipais (eis as principais categorias: US$ 170 milhões de aumento dos salários dos empregados; US$ 300 milhões de aumento em gastos de construção). O governo federal aumentou seus gastos em US$ 130 milhões, dos quais US$ 50 milhões vieram de novas construções. A política de Hoover de estimular as obras públicas já estava surtindo efeito.[21]

---

[21] Se os dados no Apêndice abaixo listam o aumento nos gastos do governo federal como US$ 200 milhões, é por causa do arredondamento. O aumento efetivo foi de US$ 133 milhões.

Durante 1929, o governo federal teve um forte superávit de US$ 1,2 bilhão (US$ 4,1 bilhões em receitas, US$ 2,9 bilhões de gastos, excluindo as empresas estatais; estimativa de US$ 5,2 bilhões em receitas e US$ 4,1 bilhões de gastos incluindo as empresas estatais), e o governo Hoover merece crédito por, assim que a depressão começou, ter sugerido que a alíquota máxima do imposto de renda pessoal fosse reduzida de 5% para 4%, e que o imposto de renda das empresas fosse reduzido de 12% para 11%.[22] Essa sugestão foi rapidamente transformada em lei pelo Congresso ao fim de 1929. Como consequência parcial, as receitas federais caíram para US$ 4,2 bilhões (US$ 3,1 bilhões excluindo as empresas do governo), deixando ainda um considerável superávit. O ônus fiscal federal sobre o produto privado permaneceu aproximadamente o mesmo, caindo de 5,2% para 5,1% do produto privado bruto, e de 5,8% para 5,7% do produto privado líquido. A maior parte do ônus do aumento fiscal durante o ano de 1930 recai sobre os governos estaduais e municipais, que aumentaram sua taxa de depredação de 9,1% para 11,3% do produto privado bruto, e de 9,9% para 12,5% do produto líquido.

[22] Ver Sidney Rather, *American Taxation* (Nova York: W. W. Norton, 1942), p. 443.

X
1931 – "O ANO TRÁGICO"

Políticos e economistas tinham certeza de que o ano de 1931 traria a recuperação, mas o que ele trouxe foram uma crise e uma depressão ainda muito mais profundas. Por isso é adequada a expressão "o ano trágico", cunhada pelo doutor Benjamin Anderson. Foi particularmente dramática a crise financeira e econômica que se abateu naquele ano sobre a Europa. A Europa sofreu um duro golpe em parte como reação a sua própria inflação anterior, em parte por causa da inflação induzida por nossos empréstimos estrangeiros e pelo incentivo e pela ajuda do Federal Reserve, e em parte pelas altas tarifas americanas, que os impediam de nos vender bens para pagar suas dívidas.

A crise estrangeira começou no Boden–Kredit–Anstalt, o banco mais importante da Áustria e do próprio leste europeu, que, como seus companheiros, expandira-se além da conta.[1] Ele passou por sérias dificuldades financeiras em 1929, mas teve a ajuda de diversas fontes no governo e fora dele, motivadas pela conveniência cega do momento, que lhes dizia que não se poderia permitir a falência de um banco tão grande. Assim, em outubro de 1929, o cambaleante Boden-Kredit–Anstalt fundiu-se com o Oesterreichische–Kredit–Anstalt, mais antigo e mais forte, com novo capital provido por um consórcio bancário internacional que incluía a J. P. Morgan and Company, o Schroeder da Inglaterra, e era liderado pelo Rotschild de Viena. O governo austríaco também garantiu parte do investimento do banco Boden. Por algum tempo, isso garantiu o banco em situação precária. A crise chegou quando a Áustria se voltou para a Alemanha, sua aliada natural, e, num mundo em que havia cada vez mais barreiras e restrições ao comércio, estabeleceu uma união aduaneira com a Alemanha em 21 de março de 1931. O governo francês temia e detestava esse desenvolvimento, e por isso o Banco da França e bancos franceses menores subitamente começaram a insistir em resgatar suas dívidas de curto prazo na Alemanha e na Áustria.

Não podemos aprovar o motivo político destrutivo do governo francês, mas o ato em si era plenamente justificado. Se a Áustria tinha dívidas com a França, era responsabilidade dos devedores austríacos ter fundos suficientes disponíveis para cumprir quaisquer passivos que viessem a ser reclamados. A culpa do colapso deve portanto caber ao banco em si

[1] Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare* (Nova York: D. Van Nostrand, 1949), pp. 232ss.

e aos diversos governos e financistas que tentaram segurá-lo, assim agravando sua posição insustentável. O Kredit-Anstalt sofreu uma corrida em meados de maio; e o Banco da Inglaterra, o governo austríaco, Rothschild e o Bank of International Settlements – com a ajuda do Federal Reserve Bank de Nova York – outra vez concederam-lhe muitos milhões de dólares. Nada disso foi suficiente. Enfim, o governo austríaco, ao fim de maio, aprovou uma garantia de US$ 150 milhões para o banco, mas o crédito do governo austríaco agora já não tinha valor, e a Áustria logo declarou falência nacional ao sair do padrão ouro.

Não há necessidade de que nos detenhamos nas dificuldades internacionais que se acumularam na Europa no fim de 1931, e que enfim levaram a Alemanha, a Inglaterra e a maioria dos países europeus a renunciar a suas obrigações e a sair do padrão ouro. O colapso europeu afetou os Estados Unidos monetária e financeiramente (1) ao levar as pessoas a duvidar da firmeza da adesão americana ao padrão ouro, e (2) por meio das relações entre os bancos americanos e seus colegas europeus moribundos. Os bancos americanos possuíam cerca de US$ 2 bilhões em aceitações alemãs, e o Federal Reserve Bank de Nova York havia participado nas operações fracassadas de resgate. A queda nas importações europeias dos Estados Unidos como resultado da depressão não foi a principal causa da depressão mais profunda aqui. As exportações americanas em 1929 constituíam menos de 6% da economia americana, de modo que, se a agricultura americana ficou ainda mais deprimida por causa dos desenvolvimentos internacionais, a maior parte da depressão americana foi causada por políticas e por problemas estritamente americanos. A contribuição dos governos estrangeiros à crise americana foi pequena, a maior parte da responsabilidade cabendo ao próprio governo americano.

Ainda que devamos restringir nosso interesse nessa obra aos Estados Unidos, podemos nos deter um momento, diante de sua importância internacional, e considerar as vilanias da Grã-Bretanha nessa crise. A Grã-Bretanha – o governo que induziu a Europa a navegar pelos traiçoeiros baixios do ouro em barras e do padrão câmbio-ouro durante a década de 1920, que induziu o governo dos Estados Unidos a inflacionar, levando a consequências desastrosas, que induziu a Alemanha a inflacionar por meio do investimento estrangeiro, que tentou estabelecer a libra esterlina como principal moeda do mundo –rendeu-se e saiu do padrão ouro sem o menor esforço. Com a ajuda da França e não o contrário, muito mais forte financeiramente do que a Alemanha ou do que a Áustria, a Inglaterra cinicamente repudiou suas obrigações sem sequer tentar cumpri-las, enquanto a Alemanha e a Áustria ao menos lutaram desesperadamente para salvar-se. A Inglaterra sequer considerou aban-

donar a inflação e a política de crédito barato, nem para permanecer com uma moeda forte. Ao longo da crise de 1931, o Banco da Inglaterra manteve sua taxa de desconto baixíssima, nunca permitindo que ela ficasse abaixo de 4,5%, e, na verdade, inflacionou seus depósitos a fim de contrabalançar as perdas em ouro no estrangeiro. Nas crises financeiras anteriores, a taxa bancária teria subido acima de 10% muito antes nos procedimentos, e a oferta monetária teria sido contraída e não expandida. O banco aceitou empréstimos de US$ 650 milhões dos Federal Reserve Banks e do Banco da França; e o Banco da França, forçado a agir contra seu discernimento pelo governo francês, manteve suas contas em libras e não pediu o resgate em ouro. E então, em 20 de setembro, a Inglaterra friamente deixou o padrão ouro, impingindo grandes perdas à França, jogando o mundo no caos monetário, e perturbando os mercados mundiais. Uma última medida do caráter do presidente Montagu Norman vem de ele, apenas dois dias antes do repúdio, ter dado ao doutor Vissering, presidente do Banco dos Países Baixos, uma garantia irrestrita de que a Grã-Bretanha permaneceria no padrão ouro e que portanto era seguro para os Países Baixos manterem suas contas em libras. Se os Países Baixos foram enganados, é possível que os amigos íntimos de Montagu Norman nos Estados Unidos tenham sido informados de antemão. Afinal, no verão de 1931, o presidente Norman visitou Quebec por razões "de saúde", e encontrou-se com o governador Harrison, do Federal Reserve Bank de Nova York. Foi logo após o retorno de Norman à Inglaterra que a Grã-Bretanha abandonou o padrão ouro.[2]

Ao longo de toda a crise europeia, o Federal Reserve, especialmente o Federal Reserve Bank de Nova York, fez o que pôde para ajudar os governos europeus e para estimular posições de crédito insustentáveis. Em meados de julho, o comitê executivo do Federal Reserve Bank de Nova York teve uma conferência de um dia inteiro com os chefes da J. P. Morgan and Company, em que decidiram seguir a "liderança" do Bank of International Settlements, o "clube' dos bancos centrais europeus, e emprestou dinheiro ao Reichsbank para a compra de aceitações alemãs, e fez empréstimos especiais a outros bancos centrais a fim de aliviar ativos congelados ali. O Federal Reserve Bank de Nova York emprestou, em 1931, US$ 125 milhões ao Banco da Inglaterra, US$ 25 milhões ao Reichsbank alemão, e quantidades menores à Hungria e à Áustria. O resultado foi que muitos ativos congelados foram transferidos, tornando-se

[2] As relações secretas entre o presidente Norman e o governador do Federal Reserve Bank de Nova York se mantiveram durante a depressão. Em agosto de 1932, Norman aterrissou em Boston, e viajou a Nova York com o pseudônimo de "professor Clarence Skinner". Não sabemos o que aconteceu nessa conversa com os líderes do Federal Reserve, mas o Banco da Inglaterra felicitou Norman quando ele voltou por ter "plantado uma semente". Ver Lawrence E. Clark, *Central Banking Under the Federal Reserve System* (Nova York: Macmillan, ,1935), p. 312.

ônus dos Estados Unidos. O Federal Reserve também renovou empréstimos estrangeiros quando os mutuários não pagavam no vencimento.[3]

A situação monetária americana

Nesse ínterim, a depressão piorou ainda mais nos Estados Unidos, e não foi por causa da situação na Europa. A produção continuou a cair drasticamente, assim como os preços e o comércio exterior, e o desemprego subiu vertiginosamente, chegando a quase 16% da força de trabalho. O índice da produção manufatureira do Federal Reserve Board [Conselho do Federal Reserve] (FRB), que estava em 110 em 1929 e em 90 em 1930, caiu para 75 em 1931. Quem mais sofreu, de acordo com a teoria austríaca do ciclo, foram as indústrias de bens de produção e de bens de capital de ordens superiores, e não as indústrias de bens de consumo. Assim, do fim de 1929 ao fim de 1931, o índice de produção de manufaturados duráveis do FRB caiu mais de 50%, enquanto o índice de produção não-durável caiu de 131 mil toneladas por dia (com ajuste sazonal) em junho de 1929 para 56 mil toneladas por dia em dezembro de 1930, para 33 mil toneladas em dezembro de 1931, uma queda de quase 80%. Por outro lado, as vendas em lojas de departamentos caíram de um índice de 118 em 1929 para 88 em 1931, uma queda de aproximadamente 25%.

A situação monetária americana permaneceu mais ou menos a mesma até a segunda metade de 1931. Ao fim de 1930, a moeda em poder do público e os depósitos bancários estavam em US$ 53,6 bilhões; em 30 de junho de 1931, estavam um pouco mais baixos, em US$ 52,9 bilhões. Ao final do ano, estavam bem menores, em US$ 48,3 bilhões. Ao longo do ano inteiro, a oferta monetária agregada caiu de US$ 73,2 bilhões para US$ 68,2 bilhões. A forte deflação ocorreu no último trimestre, como resultado do golpe generalizado na confiança dado pela saída da Inglaterra do ouro. Do começo do ano até o fim de setembro, o total de reservas dos bancos membros caiu US$ 107 milhões. O governo federal fez um grande esforço para inflacionar, elevando as reservas *controladas* em US$ 195 milhões – sobretudo em notas compradas e em notas descontadas, mas as reservas *não-controladas* caíram US$ 302 milhões, principalmente por causa de um imenso aumento de US$ 356 milhões na moeda em circulação. Normalmente, a moeda em circulação cai na primeira parte do ano, e depois aumenta por volta da época do Natal. O aumento na primeira parte desse

[3] Clark insiste, de modo plausível, que o verdadeiro motivo do Federal Reserve Bank de Nova York para essas operações de resgate era salvar bancos favorecidos de Nova York que possuíam grandes quantidades de ativos estrangeiros congelados, como por exemplo aceitações alemãs. Ibid., pp. 343ss.

ano refletia uma perda cada vez maior de confiança dos americanos em seu sistema bancário – causada pelas falências bancárias no exterior pelo número cada vez maior de falências domésticas. Os americanos deveriam ter perdido a confiança muitíssimo antes, porque as instituições bancárias dificilmente eram dignas dela. As tentativas inflacionárias do governo entre janeiro e outubro foram portanto contrabalançadas pelas tentativas do povo de converter seus depósitos bancários em moeda de curso legal. Do fim de setembro ao fim do ano, as reservas bancárias caíram a uma taxa sem precedentes, de US$ 2,36 bilhões para US$ 1,96 bilhões, uma queda de US$ 400 milhões em três meses. O Federal Reserve fez o que pode para continuar com sua panaceia inflacionária predileta – injetando US$ 268 milhões de novas reservas controladas no sistema bancário (o principal item: um aumento de US$ 305 milhões em notas descontadas). Mas o público, doméstico e estrangeiro, finalmente já percebia o que ia acontecer. Do começo da depressão até setembro de 1931, o estoque monetário do país havia aumentado de US$ 4 bilhões para US$ 4,7 bilhões, porque os problemas monetários na Europa induziam as pessoas a manter seu ouro nos Estados Unidos. Mas a crise britânica fez com que as pessoas duvidassem pela primeira vez do crédito do dólar, e assim, ao fim de dezembro, o estoque de ouro monetário dos Estados Unidos havia caído para US$ 4,2 bilhões. A fuga de ouro que começou em setembro de 1931, e que continuaria até julho de 1932, reduziu o estoque de ouro monetário dos Estados Unidos de US$ 4,7 bilhões para US$ 3,6 bilhões. Isso foi uma evidência do padrão câmbio-ouro que a Grã-Bretanha induzira a Europa a adotar na década de 1920.[4] A moeda em circulação portanto aumentou em US$ 400 milhões nesses três meses. Ou seja, a vontade do público fez com que as reservas bancárias caíssem US$ 400 milhões na última metade de 1931, e a oferta monetária, por conseguinte, caiu mais de quatro bilhões de dólares no mesmo período.

Durante 1930, o Federal Reserve reduziu constantemente suas taxas de redesconto: de 4,5% no começo do ano para 2% no final, chegando mesmo a 1,5% em meados de 1931. Quando veio a crise monetária ao fim do ano, o Federal Reserve elevou a taxa de redesconto para 3,5%. As taxas para compras de aceitações foram igualmente elevadas após uma queda constante. O Federal Reserve System (FRS) tem sido duramente criticado pelos economistas por suas política de "restrição monetária" no último trimestre de 1931. Na verdade, no geral sua política ainda era inflacionária, já que ele ainda aumentou as reservas controladas. E qualquer grau maior de inflação teria colocado em risco o próprio padrão ouro. Na verdade, o Federal Reserve deveria ter *deflacionado* em vez de inflacionado, a fim de

[4] Ver Winthrop W. Aldrich, *The Causes of the Present Depression and Public Remedies* (Nova York, 1933), p. 12.

estimular a confiança no ouro, e também de acelerar os ajustes necessários para concluir a depressão.

Contudo, as políticas inflacionárias do Federal Reserve não foram suficientes para alguns economistas, incluindo Carl Snyder, estabilizacionista de preços, grande aliado do falecido governador Strong, e estatístico do Federal Reserve Bank de Nova York. Já em abril de 1931 Snyder organizou uma petição de economistas ao Conselho do Federal Reserve pedindo dinheiro barato imediatamente, além de uma expansão de crédito de longo alcance. Entre os que assinaram, estavam John R. Commons, Lionel D. Edic, Virgil Jordan, Harold L. Reed, James Harvey Rogers, Walter E. Spahr e George F. Warren.[5]

O ônus fiscal do governo

Como o ônus fiscal do governo pesou sobre o público em 1931? O produto nacional bruto caiu de US$ 91,1 bilhões em 1930 para US$ 76,3 bilhões em 1931. O produto privado bruto caiu de US$ 85,8 bilhões para US$ 70,9 bilhões; o total de depredações governamentais, por outro lado, *subiu* de US$ 14,1 bilhões para US$ 15,2 bilhões. O total de receitas governamentais caiu de US$ 13,5 bilhões para US$ 12,4 bilhões (as receitas federais caíram de US$ 4,4 bilhões para US$ 3,4 bilhões), mas o total de gastos do governo subiu fortemente, de US$ 13,9 bilhões para US$ 15,2 bilhões. Dessa vez, todo o aumento nos gastos veio dos gastos federais, e não estaduais e municipais. Os gastos federais subiram de US$ 4,2 bilhões em 1930 para US$ 5,5 bilhões em 1931 – excluindo as empresas estatais, ele aumentou de US$ 3,1 bilhões para US$ 4,4 bilhões, um enorme aumento de 42%. Em suma, no meio de uma grande depressão, em que as pessoas desesperadamente necessitavam do alívio do ônus governamental, o peso morto do governo subiu de 16,4% para 21,5% do produto privado bruto (de 18,2% para 24,3% do produto privado líquido). De um modesto superávit em 1930, o governo federal passou a um vasto déficit de US$ 2,2 bilhões em 1931. E assim o presidente Hoover, tantas vezes considerado um firme expoente do *laissez-faire*, criou de longe o maior déficit em tempos de paz conhecido até então na história americana. Em um ano, o ônus fiscal do governo federal subiu de 5,1% para 7,8%, ou de 5,7% para 8,8% do produto privado líquido.

[5] Joseph Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization* (Nova York: Viking Press, 1959), vol. 5, p. 675.

Do aumento de US$ 1,3 bilhão nos gastos federais em 1931, de longe a maior soma, US$ 1 bilhão, consistiu num aumento no pagamento de transferências. As novas construções públicas também aumentaram no mesmo ritmo do ano anterior, em cerca de US$ 60 milhões; a assistência aos governos estaduais e municipais subiu quase US$ 200 milhões. Do aumento de US$ 1 bilhão em transferências US$ 900 milhões consistiram num aumento em "ajustes de benefícios compensatórios", em grande parte empréstimos a veteranos.

Obras públicas e salários

E os queridos programas de Hoover de planejamento de obras públicas e de manutenção de salários? Observamos que Hoover estabeleceu um Comitê Emergencial para o Emprego em outubro de 1930, presidido pelo coronel Arthur Woods. Woods era um dos administradores da Fundação Rockefeller e do Conselho da Educação Geral da Fundação. No comitê também estavam industriais como Sewell Avery, William J. Bault, da Metropolitan Life, o onipresente Beardsley Ruml, e economistas como o professor Joseph H. Willits, Leo Wolman, J. Douglas Brown, W. Jett Lauck, Lewis E. Meriam e Fred C. Croxton. O Comitê recomendou fortemente o aumento nos gastos em obras públicas em todos os níveis do governo. O Comitê Presidencial foi uma das principais forças a apoiar o Wagner Employment Stabilization Act [Lei de Wagner para a Estabilização do Emprego] de fevereiro de 1931 – sua Seção de Obras Públicas era particularmente ativa. E, ao assinar a lei, Hoover deu boa parte do crédito pela medida a ninguém menos do que Otto Tod Mallery.[6] O Comitê do Presidente foi o principal órgão do governo a lidar com os empregadores e a instá-los a manter seus salários. Escrevendo com orgulho sobre o trabalho do Comitê, um de seus membros posteriormente elogiou seu sucesso em induzir os empregadores a evitar as reduções salários "que haviam marcado períodos similares" de depressão.[7] Claro que não surpreende que tenham ocorrido muito poucas greves nesse período. Em março, o coronel Woods orgulhosamente celebrou a "nova visão" da indústria – que aceitava sua "responsabilidade para com o trabalho". A indústria, em vez de

[6] Ver Irving Bernstein, *The Lean Years: A History of the American Worker, 1920–1933* (Boston: Houghton Mifflin, 1960) e Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization*, vol. 5, p. 7n. Porém, Hoover vetou uma lei defendida por Woods, aprovada em março, para o fortalecimento do Serviço de Emprego dos Estados Unidos. Ver Harris Gaylord Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression* (Nova York: Oxford University Press, 1959), pp. 24ss.

[7] E. P. Hayes, *Activities of the President's Emergency Committee for Employment, October 17, 1930–August 19, 1931* (edição do autor, 1936).

cortar os salários, agora mantinha o poder de compra dos trabalhadores como medida de "interesse esclarecido". O Comitê convenceu dez renomados líderes industrias e trabalhistas a dar palestras públicas no rádio, explicando a admirável nova filosofia. O Comitê também gostou de ver os progressos na construção pública durante o ano. O Employment Stabilization Act de fevereiro só serviu para atiçar os apetites dos que faziam campanha por obras pública, e não para saciá-los.[8] Durante o ano, o senador Wagner sugeriu um programa de obras públicas de US$ 2 bilhões de dólares, e o senador LaFollette insistiu em gastos da ordem de US$ 5,5 bilhões. Ao fim do ano de 1931, 31 renomados economistas reuniram-se na cidade de Nova York, numa conferência patrocinada por William Randolph Hearst, e recomendaram um programa de obras públicas de US$ 5 bilhões de dólares. Ele seria financiado pela emissão de títulos. Os economistas enfatizaram que um aumento no gasto federal com obras públicas durante 1931 havia sido contrabalançado por uma queda na construção estadual e municipal, de modo que a construção pública total era menor do que a do ano anterior. Eles insistiram num programa ousado, acompanhado pela expansão do crédito, e conduzido com o velho e bom ânimo de uma emergência de guerra. Entre os signatários desse documento estavam os professores James C. Bonbright, Phillips Bradley, Paul F. Brissenden, Thomas Nixon Carver, Paul H. Douglas, Seba Eldridge, William Trufant Foster, Arthur D. Gayer, John Ise, J. E. LeRossignol, W. N. Loucks, Robert M. MacIver, George R. Taylor, Williard L. Thorp e Norman J. Ware.[9]

Podemos mencionar aqui que o presidente Hoover, no momento mesmo em que patrocinava esquemas para incentivar o trabalho em si, também impedia a produção privada em outra área. Em maio, ele ordenou o fim do arrendamento das florestas federais para extração de madeira, retirando assim terras florestais da produção e agravando a forte depressão no comércio madeireiro.

No nível estadual, o governador Franklin D. Roosevelt, de Nova York, foi pioneiro no planejamento de obras públicas, criando um Comitê de Estabilização da Indústria para a Prevenção do Desemprego, tendo Henry Bruere como presidente e Paul H. Douglas como assessor técnico. O Comitê recomendou a criação de um conselho de planejamento estadual para obras públicas, e o compartilhamento do trabalho entre os operários. Roosevelt também convocou uma conferência de sete estados ao fim

[8] D. H. Sawyer, diretor do novo Conselho Federal de Estabilização do Emprego, criticava o retardo intrínseco dos programas de obras públicas, e preferia deixá-los para os municípios. Além disso, J. S. Taylor, presidente da Divisão de Construção Pública, era contra as obras públicas por princípio. Bernstein, *The Lean Years: A History of the American Worker, 1920–1933*, pp. 273–4.

[9] *Congressional Record* 75 (11 de janeiro de 1932), pp. 1655–57.

de janeiro de 1931, a fim de pedir obras públicas federais e estaduais: o principal assessor era o professor Leo Wolman, e os professores William Leiserson e Paul H. Douglas também eram assessores. Nos dias seguintes, houve uma Conferência para a Prevenção Permanente do Desemprego, convocada pelos setores de ação social do catolicismo, do protestantismo e do judaísmo. Nessa conferência, Edward Eyre Hunt, do Comitê Presidencial Emergencial para o Desemprego, pediu mais obras públicas; William T. Foster pediu um aumento na oferta monetária; John P. Frey, da American Federation of Labor, pediu salários ainda mais altos para curar a depressão; George Soule pediu o planejamento socialista; o professor John R. Commons e John Edgerton, da NAM, discutiram sobre o seguro-desemprego compulsório; e o senador Wagner promoveu seu projeto de lei para obras públicas e estabilização.

Durante o começo de 1931, a Califórnia criou um Comitê Estadual de Desemprego para ajudar os municípios a estimular as obras públicas, e a Pensilvânia apresentou um programa planejado de obras públicas. Maryland acelerou seu programa de obras públicas, Massachusetts vendeu títulos emitidos para obras públicas, e Michigan continuou a construção de estradas durante o inverno – normalmente um período de descanso. Michigan insistiu que os empreiteiros não cortassem os salários pagos aos trabalhadores. Minnesota foi tão longe em sua política de incentivar o trabalho em si em seus programas de obras públicas que chegou a estipular que “sempre que viável, e sempre que o custo for substancialmente idêntico, o trabalho deve ser realizado manualmente e não por máquinas, a fim de oferecer emprego a um número maior de pessoas”.[10]

A manutenção dos salários

A manutenção dos salários diante de preços em queda constante (os preços no atacado caíram 10% em 1930, e 15% em 1931) significava que os salários *reais* dos empregados estavam subindo fortemente, e portanto agravando seriamente o problema do desemprego à medida que o tempo passava. Ao resumir a questão do trabalho ao final de 1931, o professor Leo Wolman observou que os líderes empresariais, assim como o governo, ainda estavam sob a influência da doutrina predominante da década de 1920, que dizia que “salários altos e crescentes eram necessários para o fluxo pleno do poder de compra e, portanto, para a saúde da economia”. Durante a depressão, os líderes empresariais costumavam repetir: “redu-

[10] *Monthly Labor Review* 32 (1931): 834ss.

zir a renda do trabalho não é um remédio para a depressão, mas uma causa contributiva direta"; ou

> nesta era esclarecida, em que se reconhece que a produção depende do poder de consumo[11], julgo que os grandes manufatureiros e produtores manterão os salários, porque essa é a melhor atitude a longo prazo, e, no fim das contas, a mais construtiva.[12]

Até o fim de 1931, a maior parte das empresas, sobretudo as maiores, resistiram firmemente aos cortes nos salários. Algumas empresas pequenas nas áreas têxtil e de carvão reduziram seus salários, mas as grandes empresas nas indústrias de base de aço, de utilidade pública e de construção "anunciaram publicamente sua adesão a uma política de altos salários, bem como sua inclinação a não reduzir os padrões predominantes". Wolman concluiu que "de fato é impossível recordar qualquer depressão anterior de intensidade e duração similares em que os salários da prosperidade tenham sido mantidos por tanto tempo quanto o foram na depressão de 1930–1931"[13]. Contudo, ele observou que as pressões para reduzir os salários estavam se acumulando de maneira quase irresistível, e que parte do trabalho de construção conseguiu manter seu emprego aceitando cortes salariais *sub rosa*. Ao final de 1931, os cortes salariais que eram respostas a fortes perdas aconteciam em segredo, por medo da desaprovação do governo Hoover.[14]

Mellon, secretário do Tesouro, resumiu a filosofia salarial do governo em maio de 1931:

> Neste país, tem havido um esforço concertado e determinado, por parte do governo e das empresas, não apenas no sentido de impedir qualquer redução nos salários, mas também de manter empregado o máximo número de homens, e assim aumentar o consumo.

Devemos recordar que o fator mais importante é o poder de compra, e

[11] A verdade é exatamente o oposto: o poder de consumo depende integralmente da produção.

[12] Leo Wolman, *Wages in Relation to Economic Recovery* (Chicago: University of Chicago Press, 1931).

[13] O secretário de Comércio Lamont declarou em abril de 1931: "Sondei as principais indústrias, e não vi qualquer movimento para reduzir os salários. Pelo contrário, há um desejo de manter a situação sob todos os aspectos." Citado em Edward Angly, org., *Oh Yeah?* (Nova York: Viking Press, 1931), p. 26.

[14] National Industrial Conference Board, *Salary and Wage Policy in the Depression* (Nova York: Conference Board, 1933), p. 6.

o poder de compra… depende numa grande medida do padrão de vida… esse padrão de vida deve ser mantido a qualquer custo.[15]

O governo federal também fez sua parte ao promulgar o Bacon–Davis Act [Lei Bacon–Davis], que impunha uma jornada máxima de oito horas na construção de prédios públicos e o pagamento mínimo do "salário predominante" na localidade.

Não admira que o economista britânico John Maynard Keynes, num memorando ao primeiro-ministro Ramsay MacDonald, relatando uma visita aos Estados Unidos em 1931, tenha celebrado a proeza americana de manter os salários.[16] Enquanto isso, diversos governadores (de Nova York, da Carolina do Norte, da Carolina do Sul, do Texas e do Wyoming) foram além do programa voluntário de compartilhamento de trabalho de Hoover e insistiram em leis de horas máximas.

Em meio ao coro de aprovação do programa salarial de Hoover havia apenas umas poucas vozes frias discordantes. John Oakwood escreveu na *Barron's* que os industriais modernos e os líderes trabalhistas estão efetivamente dizendo que "querem manter os salários altos mesmo que tenham de fechar as fábricas". Os líderes podem ficar satisfeitos com isso, mas não ficarão os "empregados que foram privados de seus empregos por políticas tão rígidas". Oakwood observava que, no livre mercado, os preços de venda determinam os custos e não o contrário, e que portanto a queda nos preços tem de refletir-se numa queda nos custos, ou haverá desemprego e quedas no investimento e na produção. Os salários são uma parte básica do custo de produção. Oakwood também enfatizou a distinção essencial entre os salários e o poder de compra dos salários. Ele observou que o poder de compra de um indivíduo é na verdade "sua capacidade de criar bens ou de oferecer serviços que têm valor de troca por outros bens ou por outros serviços", e que o trabalhador sempre tenderá a receber em salários o valor de seu serviço produtivo particular. O verdadeiro poder de compra é portanto um poder de troca baseado na produção; se um bem está em grande demanda ou em baixa oferta, seu poder de compra em termos de outros bens será alto; e se o contrário, seu poder de compra será baixo. Durante o *boom* anterior, a expansão do crédito havia causado uma elevação alta demais para ser sustentada, e a propaganda a respeito de uma "nova era" e um Padrão de Vida Americano ordenado por Deus criou a ideia de que esse padrão era uma espécie de direito divino adquirido do

[15] Angly, *Oh Yeah?*, p. 22.

[16] Poderíamos também observar que Keynes julgou a atitude das autoridades do Federal Reserve "amplamente satisfatória", isso é, satisfatoriamente inflacionista. Roy F. Harrod, *The Life of John Maynard Keynes* (Nova York: Harcourt, Brance, 1951), pp. 437–48.

trabalhador americano. Hugh Bancroft, editor da *Barron's*, escreveu que era particularmente necessário que os salários caíssem nas indústrias de bens de produção, considerando a grande queda nos preços ali, e observava que os salários reais dos empregados haviam aumentado, de modo que os trabalhadores empregados estavam lucrando indevidamente às custas dos desempregados. Cortes salariais eram necessários para restaurar o efetivo poder de compra.[17]

No outono de 1931, a realidade econômica finalmente começava a forçar sua entrada no emaranhado de ardilosas falácias de fortes pressões do programa de Hoover. Os salários finalmente começavam a cair. A U. S. Steel Corporation, por meio da oposição de James A. Farrell, seu presidente, reuniu a coragem de cortar os salários em setembro, o que levou William Green a acusar a U. S. Steel de violar a promessa que fizera em 1929 ao presidente.[18] E até Henry Ford, apesar de sua devoção filosófica à política de manutenção de salários artificiais, teve de cortar salários no ano seguinte.

Restrições à imigração

A suspensão da imigração também ajudou a manter os salários altos, e Hoover também agiu com zelo nessa frente. Em sua mensagem de dezembro de 1930, Hoover instou o Congresso a promulgar a lei da suspensão da imigração, o que seria algo muito mais firme do que um decreto presidencial. Os projetos que eliminavam toda a imigração, excetuando a de parentes de residentes americanos, eram criticadas por Stimson, secretário de Estado, por não irem longe o suficiente.[19] Esse novo projeto foi aprovado na Câmara, mas não passou no Senado.

---

[17] Ver John Oakwood, "Wage Cuts and Economic Realities", *Barron's* (29 de junho de 1931); e "How High Wages Destroy Buying Power," *Barron's* (29 de fevereiro de 1932); Hugh Bancroft, "Wage Cuts a Cure for Depression," *Barron's* (19 de outubro de 1931) e "Fighting Economic Law–Wage Scales and Purchasing Power," *Barron's* (25 de janeiro de 1932). Ver também George Putnam, "Is Wage Maintenance a Fallacy?", *Journal of the American Bankers' Association* (janeiro de 1932): 429ss.

[18] Ver Fred R. Fairchild, "Government Saves Us From Depression," *Yale Review* (verão de 1932): 667ff; e Dorfman, *The Economic Mind in American Civlization*, vol. 5, p. 620.

[19] Stimson ainda acrescentara um tom racista, temendo que a permissão de parentes faria com que houvesse "sulistas" demais, em vez das raças "nortistas" e "nórdicas". Ver Robert A. Divine, *American Immigration Policy, 1924–1932* (New Haven, Conn.: Yale University Press, 1957), p. 78.

Assistência voluntária

A assistência voluntária era praticamente a única esfera em que o presidente Hoover parecia preferir de todo o coração a ação voluntária à governamental. No outono anterior, Hoover havia se recusado a convocar uma sessão especial do Congresso para a assistência ao desemprego, dizendo que isso era responsabilidade das agências voluntárias. De fato, a tradição voluntarista ainda era tão forte nessa área que a Cruz Vermelha opôs-se a um projeto de lei, no começo de 1931, que lhe concederia US$ 25 milhões para prestar assistência. A Cruz Vermelha declarou que seus próprios fundos bastavam, e seu Presidente disse a um comitê da Câmara que essa verba do congresso "em grande medida destruiria a doação voluntária". Muitos líderes locais da Cruz Vermelha opunham-se fortemente a qualquer ajuda federal, e até qualquer assistência pública de modo geral, e assim o projeto de lei, após passar pelo Senado, foi derrubado na Câmara.[20] Muitas organizações privadas de caridade, filantropos e assistentes sociais tinham a mesma opinião, e o *New York Times* celebrou o "espírito voluntário" como algo oposto à assistência pública.[21] Um assistente social que escreveu sobre esse período disse, obviamente perplexo, que:

> a teoria de que a depressão inglesa, que começou antes do desastre americano, estava de algum modo misterioso [sic] relacionada com seu sistema de seguro-desemprego era aceita por muita gente neste país.[22]

A assistência estadual e municipal, porém, chegou a US$ 176 milhões em 1931, em contraste com US$ 105 milhões em 1930, e US$ 71 milhões em 1929. O governo federal, se não dava assistência direta, continuava a auxiliar o setor agrícola. Em fevereiro, ele destinou US$ 20 milhões em empréstimos para ajudar as corporações municipais agrícolas de crédito e concedeu US$ 2 milhões em empréstimos a diversos fazendeiros.

Todavia, apesar de seu voluntarismo inicial nessa área, Hoover nomeou, no outono anterior, um Comitê Emergencial para o Emprego. Ele havia

[20] Sobre as vigorosas tentativas do Comitê Presidencial Emergencial para o Desemprego de pressionar a Cruz Vermelha a prestar auxílio aos mineiros de carvão, ver Bernstein, *The Lean Years: A History of the American Worker, 1920–1933*, pp. 308ss.

[21] Em junho, porém, a American Association of Public Welfare Relief estava pedindo um programa federal de assistência.

[22] Edith Abbot, *Public Assistance* (Chicago: University of Chicago Press, 1940), vol. 1, pp. 657–58, e 509–70. Mesmo o auxílio voluntário, se dado de maneira indiscriminada, prolongará o desemprego ao impedir que a pressão para baixo sobre os salários equilibre o mercado de trabalho.

nomeado o comitê com relutância, e avisou a seus membros que o desemprego era uma responsabilidade estritamente municipal.[23] O presidente, o coronel Woods, contudo, continuou instando Hoover a fazer um programa altamente intervencionista, incluindo mais obras públicas, e também a considerar os projetos de lei do senador Wagner para o planejamento de obras públicas e para um serviço nacional de emprego. Woods finalmente demitiu-se em abril de 1931, e foi substituído por Fred Coxton. Ao contrário de Woods, muitos líderes empresariais, por compreender o papel do sistema de seguro desemprego britânico na criação e na perpetuação do desemprego, atacavam qualquer ideia de assistência governamental. Entre estes havia Henry Ford, os líderes da National Association of Manufacturers e da Câmara de Comércio, e o ex-presidente Coolidge.

Hoover no último trimestre de 1931

Como exatamente o presidente Hoover enfrentou o desafio da crise na última parte de 1931? Em primeiro lugar, começaram a surgir sinistros sinais de que ele começava a se dispor a abrandar ou a abandonar sua devoção ao princípio de assistência voluntária. Já em junho de 1930 a Conferência de Governadores havia pedido a Hoover uma verba emergencial federal de um bilhão de dólares. Hoover não concordou, mas, em 3 de fevereiro, declarou:

> Estou disposto a prometer que, se algum dia chegar o momento em que as agências voluntárias deste país, junto com os governos municipais e estaduais, não conseguirem encontrar recursos com que prevenir a fome e o sofrimento em meu país, pedirei o auxílio de todos os recursos do governo federal.[24]

Em meados de agosto, Hoover aboliu o antigo Comitê Woods-Croxton Emergencial do Emprego, e trocou-o pela Organização Presidencial para o Auxílio ao Desemprego, muito mais ampla. O presidente do novo comitê era Walter S. Gifford, presidente da American Telephone and Telegraph Company. Entre as pessoas associadas ao comitê, estavam: Newton D. Baker, Bernard M. Baruch, Fred C. Croxton, John W. Davis, Pierre DuPont, John Edgerton, William Green, Will Hays, Jacob Hollander,

[23] Ver Arthur M. Schlesinger, Jr., *The Crisis of the Old Order, 1919–1933* (Boston: Houghton Mifflin, 1957), pp. 169, 507.

[24] Daniel R. Fusfeld, *The Economic Thought of Franklin D. Roosevelt and the Origins of the New Deal* (Nova York: Columbia University Press, 1956), p. 267.

Alexander Legge, Wesley C. Mitchell, William S. Paley, o rabino Abba Hillel Silver, Walter Teagle, William Allen White, Matthew Woll e Owen D. Young. Se Gifford pessoalmente era contrário à assistência governamental ao desemprego, um subcomitê da Organização para o Desemprego recomendou, ao fim de outubro, que se incentivasse todos a comprar, para aumentar a confiança e combater o entesouramento, instando os bancos a emprestar com liberalidade e os empregadores a espalhar o trabalho disponível, aumentando as obras públicas, e transferindo o excedente de trabalho urbano para o setor rural.[25]

Já em meados de julho, Hoover voltou a um de seus temas favoritos: o ataque à venda a descoberto, dessa vez no mercado de trigo. Os especuladores da venda a descoberto foram denunciados por deprimir os preços e destruir a confiança; desprovidos de patriotismo, "sua intenção é lucrar com as perdas alheias" – uma acusação bizarra, porque para todo vendedor a descoberto há um comprador coberto que especula que haverá alta. Quando a crise chegou no outono, as autoridades da Bolsa de Valores, sem dúvida influenciadas pela duradoura campanha de Hoover contra essas vendas, restringiu a venda a descoberto. Essas restrições ajudaram a reduzir os preços das ações a um patamar mais baixo do que aquele em que estariam, já que os lucros do vendedor a descoberto são um dos principais estímulos aos preços das ações num momento de queda. Assim que a crise chegou, no outono, Hoover voltou a usar sua técnica favorita – a de fazer conferências. Em 15 de setembro, ele fez planos para uma Conferência sobre Construção e Propriedade de Moradias a acontecer em dezembro, a fim de ampliar a produção de moradias e de reduzir as taxas de juros sobre as segundas hipotecas. As resoluções da conferência de dezembro deram origem a muitos dos traços essenciais da futura política habitacional do *New Deal*, incluindo o forte crédito a longo prazo a taxas de juros baixas e a ajuda governamental às moradias em condições precárias, de famílias de baixa renda.[26]

Em outubro, quando a Grã-Bretanha abandonou o padrão-ouro e as reservas de ouro diminuíram, Hoover ficou submetido a pressões contraditórias. De um lado, Hoover recorda com desgosto ter sido aconselhado pelos "liquidacionistas que queriam acabar com tudo" e pelos "economistas reacionários" a "permitir que a liquidação fosse até o fundo do poço". Por outro lado, o governador Eugene Meyer, Jr., do Conselho do Federal Reserve, vinha fazendo campanha desde o verão para que fosse recria-

---

[25] *Monthly Labor Review* 33 (1931): 1341–42.

[26] Ver Paul. F. Wendt, *The Role of the Federal Government in Housing* (Washington, D. C.: American Enterprise Association, 1956), pp. 8–9.

da alguma versão da War Finance Corporation, para fazer empréstimos governamentais à economia privada, e agora instava Hoover a convocar uma sessão especial do congresso para esse fim. O sábio primeiro conselho estava além do que Hoover, desprovido de princípios de *laissez-faire* ou de conhecimento econômico sólido, era capaz de compreender. Em vez disso, ele só conseguia se preocupar com as dificuldades imediatas que viriam das execuções de hipotecas, das quedas nos preços de títulos, e das falências. Rejeitando firmemente esse conselho "reacionário", e ainda relutante em lançar um programa de empréstimos do governo, Hoover decidiu-se por um "amplo programa de ataque e de defesa", mobilizando uma agência de empréstimos quase "voluntária", que seria financiada pelos principais banqueiros do país. O primeiro passo foi convocar uma conferência secreta com 40 banqueiros e executivos de seguros de destaque de Nova York no apartamento do secretário Mellon em 4 de outubro. Homens como Thomas W. Lamont e George Whitney, da J. P. Morgan and Company, Albert H. Wiggin, do Chase National Bank, e Charles E. Mitchell do National City Bank, encontraram-se com o secretário Mellon, com o governador Meyer, com o subsecretário Mills, e com Hoover. Hoover apresentou seu plano – criar a National Credit Corporation [Corporação Nacional do Crédito] (NCC) com uma capitalização de US$ 500 milhões, para estender o crédito a empresas industriais em necessidade. Os bancos financiariam o capital para a NCC, e a NCC poderia tomar até US$ 1 bilhão emprestado, com a ajuda do Federal Reserve. A ideia era que os bancos fortes reunissem seus recursos para resgatar os bancos fracos; com ajuda federal, a NCC redescontaria os ativos bancários que não se qualificavam legalmente para ser redescontados pelo Federal Reserve. Pediu-se às companhias de seguros que não executassem hipotecas e, em troca, elas receberiam ajuda dos Federal Farm Loan Banks [Bancos Federais de Empréstimos Rurais]. Ainda que tanto Mills e Meyer apoiassem com entusiasmo esse programa, os bancos e as companhias de seguros hesitaram em resgatar posições insustentáveis. Nesse momento apareceu o punho de ferro por trás da luva de pelica da "cooperação voluntária entre o governo e a indústria" no plano de Hoover. Se os bancos não concordassem, Hoover ameaçou conseguir leis que forçassem sua cooperação. Os bancos então concordaram em criar a NCC, e as companhias de seguros concordaram em não apressar as execuções de hipotecas. Em troca, Hoover prometeu que a NCC seria temporária, durando aquele ano, e que ele logo pediria ao Congresso que recriasse uma versão nova e mais ampla da War Finance Corporation (WFC) para empréstimos emergenciais (a antiga WFC havia acabado na primavera de 1929), a fim de ampliar as exigências de qualificação para redescontos bancários junto ao Federal Reserve System, e para

expandir os Federal Farm Loan Banks.[27]

Além disso, Hoover induziu Paul Bestor, presidente do Federal Farm Loan Board, a prometer recusar a execução de quaisquer hipotecas, a menos que o devedor quisesse abandonar sua fazenda, e o presidente decidiu que recomendaria uma verba ainda maior, de US$ 125 milhões, para esses bancos rurais. Hoover também induziu o Conselho do Federal Reserve a incentivar os bancos a fazer empréstimos aos depositantes com lastro nos ativos congelados desses depositantes em bancos falidos.

A NCC rapidamente ajudou bancos em dificuldades na Carolina do Sul e na Louisiana, e, num período de três meses, emprestou US$ 153 milhões a 575 bancos; mas isso mal chegou a segurar a maré de precariedade e de falência. A reforçar o objetivo de Hoover de estabelecer uma corporação governamental de empréstimos – que logo foi estabelecida com o nome de Reconstruction Finance Corporation [Corporação Financeira da Reconstrução] – estavam os conselhos de Eugene Meyer, de Ogden Mills, de Louis Wehle, ex-assessor da antiga WFC, e de Melvin A. Traylor, banqueiro de Chicago. Meyer, em particular, pressionou o presidente, chegando a preparar seu próprio projeto de lei para o Congresso. Hoover enfim foi convencido por Meyer a criar a RFC no começo de dezembro.[28]

Em 7 de outubro, Hoover convocou outra Conferência da Casa Branca com os executivos das principais empresas de seguros, de hipotecas e de construção e empréstimos. Ele propôs a eles um programa grandioso – um sistema nacional de bancos federais de descontos para hipotecas, com um banco central, como o Federal Reserve System, cujo capital viria por contribuição do governo. Os bancos regionais descontariam as hipotecas e os bancos centrais de hipotecas ficariam por trás das filiais; todos poderiam emitir debêntures para angariar mais capital. Esse sistema então ficaria por trás de todas as hipotecas das caixas econômicas, das companhias de seguros, e dos bancos comerciais. Esse grandioso plano estatista e inflacionário foi rejeitado integralmente pelas companhias de seguros e pela maioria das caixas econômicas, ainda que fosse defendido pelas associações de construção e empréstimos. Hoover portanto teve de modificar seu

---

[27] Nash diz que foi Meyer que fez a promessa aos banqueiros após Hoover e Mellon terem saido. Meyer e o senador Joseph Robinson, líder dos Democratas no senado, insistiu numa sessão especial para a criação de uma nova WFC, mas Hoover ainda assim ficou recalcitrante. Nesse momento, Meyer secretamente reuniu uma equipe, liderada por Walter Wyatt, conselheiro do FRB, para rascunhar o que viria a ser a RFC. Gerald D. Nash, "Herbert Hoover and the Origins of the RFC", *Mississipi Valley Historical Review* (dezembro de 1959): 461ss.

[28] Nash, "Herbert Hoover and the Origins of the RFC"; e Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression*, pp. 140ss.

plano, e contentar-se com um Banco de Empréstimos Habitacionais, que o Congresso posteriormente ratificaria, como banco central hipotecário compulsório para as associações de construção e empréstimos (agora "de poupança e empréstimo", e como banco voluntário para as companhias de seguros e para as caixas econômicas.

No começo de outubro, portanto, o programa do futuro *New Deal* de Hoover para 1932 já estava claro: a principal medida, a nova corporação governamental que faria empréstimos às empresas – a Reconstruction Finance Corporation (RFC), que substituiria a provisória National Credit Corporation, financiada em grande parte pelos banqueiros; a ampliação das qualificações para redescontos do Federal Reserve; a criação do Banco de Empréstimos Habitacionais para o desconto de hipotecas; e uma expansão do Federal Farm Loan Bank System.

Em 27 de outubro, um comitê presidencial de líderes empresariais, agrícolas e trabalhistas, e também de economistas, aprovou o programa prospectivo de Hoover, e também pediu uma expansão do crédito, o espalhamento do trabalho, e sobretudo obras públicas. No comitê estavam Leonard P. Ayres, Fred C. Coxton, William Green, Alvanley Johnson e Wesley C. Mitchell. Em 21 de dezembro, porém, aconteceu algo deveras extraordinário: outro Comitê Presidencial de Obras públicas condenou a expansão das obras públicas, insistiu num orçamento equilibrado, e no reajuste às novas condições. Esse comitê incluía Leonard P. Ayres, Jacob Hollander, Matthew Woll e outros.

A difusão de ideias coletivistas no mundo empresarial

Nesse ínterim, estranhas ideias coletivistas estavam sendo geradas no mundo empresarial. Em setembro, Gerard Swope, presidente da General Electric, superou em muito o radicalismo de sua antiga proposta de obras públicas, apresentando o Plano Swope a uma convenção da National Electrical Manufacturers Association [Associação Nacional dos Manufatureiros de Elétricos]. O Plano, que obteve muita publicidade, consistia em pedir a cartelização compulsória das empresas americanas – uma imitação do fascismo e uma antecipação da NRA. Todas as indústrias seriam forçadas a mobilizar-se em associações por ramo, sob controle federal, para regular e estabilizar os preços e a produção, e a prescrever práticas comerciais. De modo geral, o governo federal, com a ajuda de uma administração conjunta de gerentes e de empregados que representassem a indústria

nacional, iria "coordenar a produção e o consumo"[29]. Em algo que conta gravemente contra si, a Câmara de Comércio dos Estados Unidos deu, por ampla maioria, sua aprovação a esse plano de pendor socialista em dezembro, pois ele seria um meio de empregar a coerção federal para restringir a produção e elevar os preços. À frente da marcha pela aprovação estava o novo presidente da Câmara de Comércio dos Estados Unidos, Henry I. Harriman, da New England Power Company. Harriman escreveu, em seu relatório do Comitê da Câmara para a Continuidade da Economia e do Emprego, que "Deixamos o período do individualismo extremado… A melhor maneira de manter a prosperidade econômica e o emprego será uma estrutura econômica planejada de modo inteligente." Com a economia organizada em associações por ramo, e presidida por um Conselho Econômico Nacional, quaisquer empresários dissidentes seriam "tratados como qualquer rebelde… Vão ser amarrados, e vergastados, e obrigados a andar com o rebanho."[30] O presidente da National Association of Manufacturers queria ir além do Plano Swope, e incluir à força empresas que tivessem menos de cinquenta empregados.

Entre os defensores do Plano Swope também estavam Owen D. Young, amigo de Swope e presidente do conselho da General Electric, o presidente Nicholas Murray Butler, da Columbia University, que estava pensando de maneira similar, Royal W. France do Rollins College, Karl T. Compton, o esquerdista Stuart Chase, e Charles F. Abbott, do American Institute of Steel Construction [Instituto Americano da Construção de Aço]. Abbot disse que o Plano Swope era:

> uma medida de segurança pública… Não podemos mais ter neste país um individualismo irresponsável, mal-informado, teimoso e não-cooperativo. (…) O Plano Swope, visto em sua absoluta simplicidade, não é nem um pouco diferente, em princípio, do policial de trânsito… um policial do trânsito industrial… ! A liberdade constitucional de agir como quiser é "violada" pelas leis do trânsito – mas… elas tornam-se obrigatórias mesmo para os indivíduos fanfarrões que reclamam o direito de fazer o que quiserem.[31]

Além disso, William G. McAdoo, ex-secretário do Tesouro, propôs um "Conselho Industrial da Paz" federal que ajustasse a produção nacional ao

[29] Ver *Monthly Labor Review* 33 (1931): 1049–57.

[30] Citado em Schlesinger, *The Crisis of the Old Order, 1919–1933*, pp. 182–83.

[31] J. George Frederick, *Readings in Economic Planning* (Nova York: The Business Bourse, 1932), pp. 332ss. Frederick era um dos principais discípulos de Swope.

consumo, e o senador LaFollette organizou um subcomitê para investigar a possibilidade de um Conselho Econômico Nacional para estabilizar a economia – e Swope foi uma das principais testemunhas. H. S. Person, diretor-gerente da Taylor Society, exibiu a ingenuidade de um tecnocrata quando disse, de maneira perplexa: "Achamos que o maior empreendimento que existe, a indústria como um todo, vai funcionar sem um plano definido."[32] O historiador Charles A. Beard denunciou o *laissez-faire* e pediu um Plano Quinquenal dos cartéis industriais, presididos por um Conselho Econômico Nacional. E Will Durant, conhecido filósofo, pediu um planejamento econômico feito por um conselho econômico nacional, que teria autoridade sobre os conselhos de cada indústria. Louis Brandeis, juiz da Suprema Corte, sugeriu o controle estatal completo da indústria, que seria justificado legalmente pela conveniência e pela necessidade públicas.[33]

Outros líderes empresariais estavam pensando de maneira similar. Benjamin A. Javits havia desenvolvido um plano similar em 1930. Wallace B. Donham, decano da Harvard School of Business, teve o descaramento de citar a União Soviética como exemplo do valor e da necessidade de um "plano geral para a economia americana"[34]. Paul M. Mazur, do Lehman Brothers, referiu-se à "trágica falta de planejamento"do sistema capitalista. Rudoplh Spreckels, presidente do Sugar Institute, insistiu que o governo distribuísse a cada empresa sua devida fatia de demanda do mercado. Ralph E. Flanders, da Jones and Lamson Machine Company, pediu o cumprimento da "visão" do novo estágio de planejamento governamental da economia nacional. E Henry S. Dennison, presidente da Dennison Manufacturing Company, desenvolveu seu Plano Quinquinal para um cartel nacional de associações organizadas por ramo.

Um dos mais importantes defensores da ideia de cartelização foi Bernard M. Baruch, financista de Wall Street. Baruch era influente não apenas no Partido Democrata, mas também no Republicano, o que é testemunhado pelos altos cargos que o governo Hoover concedeu aos protegidos de Baruch, Alexander Legge e Eugene Meyer, Jr. Já em 1925, Baruch, inspirado pelo breve período que passou como principal mobilizador eco-

---

[32] Ibid.

[33] Ver Fusfeld, *The Economic Thought of Franklin D. Roosevelt and the Origins of the New Deal*, pp. 311ss.; David Loth, *Swope of GE* (Nova York: Simon and Schuster, 1958), pp. 201ss.; Schlesinger, *The Crisis of the Old Order, 1919–1933*, p. 200.

[34] Wallace B. Donham, *Business Adrift* (1931), citado em ibid., p. 181. Nicholas Murray Butleer também considerava que a União Soviética possuía uma "larga vantagem" por ter "um plano". Ver Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization*, vol. 4, pp. 631–32.

nômico na Primeira Guerra Mundial, concebeu uma economia de trustes, regulada e dirigida por uma Comissão Federal, e, na primavera de 1930, Baruch propôs à Câmara de Comércio de Boston uma "Suprema Corte da Indústria". McAdoo era o amigo mais antigo de Baruch no governo; e o irmão mais novo de Swope, Herbert Bayard Swope, era seu confidente mais íntimo.[35]

As ideias coletivistas aparentemente já vinham fermentando em certas partes do mundo empresarial desde o começo da depressão, como testemunha a reação de um redator de uma importante revista empresarial às Conferências da Casa Branca para a manutenção concertada dos salários ao fim de 1929. Celebrando a conferência como a "esplêndida aventura [de Hoover] na democracia econômica", o autor pedia o planejamento econômico nacional por meio de associações por ramo no país inteiro, e sugeria a coordenação da economia por meio da "razão coletiva"[36].

O mundo empresarial tinha chegado a tal ponto que um relatório feito à esquerdista National Progressive Conference [Conferência Progressista Nacional] de 1931 elogiava o Plano Swope, ainda que sugerisse um teor menos "pró-empresa" e mais igualitário ao plano de planejamento centralizado.[37] Todo o movimento coletivista na economia foi muito bem resumido por um dos assessores mais extremados de Franklin D. Roosevelt, Rexford Guy Tugwell, que escreveu, referindo-se a Harriman, Swope e o resto, que eles acreditavam que a indústria americana necessitava de mais organização, de mais planejamento, de mais tentativas de estimar as necessidades e de estabelecer objetivos de produção. A partir disso eles afirmaram que… o investimento para assegurar o investimento necessário poderia ser incentivado. Eles não enfatizaram o contrário: que outros investimentos deveriam ser proibidos, mas isso era parte intrínseca do argumento. Até aí, tudo isso estava de acordo com o pensamento coleti-

[35] Posteriormente, a ideia de Swope ganhou forma na NRA, com o próprio Swope ajudando a redigir a versão final, e ficando em Washington para ajudar a dirigi-la. Swope tornou-se, portanto, talvez o principal industrial do "*Brain Trust*" [N. do T.: conselho de assessores]. Henry I. Harriman, que também contribuiu para a preparação da NRA, também mostrou-se um líder no *Brain Trust* agrícola do New Deal. Outro discípulo de Baruch, e amigo de Swope, o general Hugh S. Johnson, foi nomeado presidente da NRA (e seu antigo colega George Peek, presidente da AAA). Quando Johnson foi demitido, o cargo foi oferecido ao próprio Baruch. Ver Margaret Coit, *Mr. Baruch* (Boston: Houghton Mifflin, 1957), pp. 220–21, 440–42; Loth, *Swope of GE*, pp. 223ss.

[36] Theodore M. Knappen, "Business Rallies to the Standard of Permanent Prosperity", *The Magazine of Wall Street* (14 de dezembro de 1929): 265.

[37] O relatório "Long-Range Planning for the Regularization of Industry" ["Planejamento de Longo Prazo para a Regularização da Indústria"] foi preparado pelo professor John Maurice Clark, da Columbia University, e com ele concordaram George Soule, Edwin S. Smith e J. Russel Smith. Ver Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization*, vo. 5, pp. 758–61.

vista dos assessores de Franklin, que tendiam a ver a economia como algo orgânico.[38]

Em suma, Virgil Jordan, economista do National Industrial Conference Board, não estava longe de errar quando escreveu que os empresários estavam prontos para um "Mussolini da economia".

Apesar de toda a pressão, Herbert Hoover recusou-se firmemente a dar sua aprovação ao Plano Swope ou a qualquer coisa que se assemelhasse a ele, e duramente atacou o plano, chamando-o de fascismo.[39] Em seus discursos, porém, começaram a ficar mais frequentes sinistros termos, como "cooperação" e "eliminação do desperdício". Enquanto isso, em seu declínio para o intervencionismo, a Câmara de Comércio também pediu obras públicas e assistência federal, e um comitê conjunto da National Association of Manufacturers e do National Industrial Council insistiu em obras públicas e na regulamentação do poder de compra do dólar.

A American Federation of Labor também adotou, radicalmente, um Programa Emergencial para o Desemprego em outubro. Como era de se esperar, ela celebrou a política de Hoover de manter elevados os salários e de cortar as horas, e também propôs sua própria versão sindicalizada do fascismo. Ela propunha que o governo forçasse os empregadores a contratar operários:

> As indústrias e os empregadores deveriam portanto receber cotas de empregos a ser oferecidos, segundo sua capacidade de oferecer trabalho. A alocação dessas cotas deveria ser tarefa de um conselho central, que representaria o governo e todos os grupos industriais.

Isso garantiria a "efetiva organização do mercado de trabalho". Em suma, a AFL queria ter uma cota igual no gerenciamento do Plano Swope para a indústria.[40]

Outro plano tipicamente sindical era forçar a restrição da oferta de trabalho, elevando assim os salários para o resto da força de trabalho. Porém, forçar vastos grupos de pessoas a permanecer desempregados é uma curio-

[38] Rexford Guy Tugwell, *The Democratic Roosevelt* (Nova York: Doubleday, 1957), p. 283.

[39] Hoover relata que Henry I. Harriman avisou-lhe de que, se persistisse na oposição ao Plano Swope, o mundo empresarial apoiaria Roosevelt para a presidência, porque ele havia concordado em colocar o plano em prática. Ele também relata que os principais empresários cumpriram a ameaça.

[40] *Monthly Labor Review* 33 (1931): 1049–57.

sa "cura" para o desemprego. Assim, a AFL adotou o slogan "manter os jovens na escola para evitar sua competição pelos empregos", e insistiu que os empregados despedissem as mulheres casadas com maridos empregados: "As mulheres casadas cujos maridos têm emprego fixo com renda razoável devem sofrer discriminação no recrutamento de empregados." Uma medida de quão longe chegamos em hipocrisia está em os sindicatos hoje não defenderem essas políticas por razões tão francamente implacáveis; antes, elas sem dúvida viriam disfarçadas por discursinhos sobre a glória da educação e da vida no lar.

A AFL também defendeu o seguro-desemprego compulsório nessa convenção, contrastando com o ataque de William Green ao auxílio governamental na eleição de 1930, que transformaria o trabalhador em "dependente do Estado". Os líderes sindicais ferroviários belicosamente ameaçaram Hoover com "desordem" se ele não oferecesse emprego e auxílio.

Entre os líderes sindicais com maior entusiasmo pela nova campanha por "planejamento" governamental estavam John L. Lewis, da United Mine Workers [União dos Mineiros], e Sidney Hillman, do Amalgamated Clothing Workers [Amálgama dos Operários de Roupas]. Ambos pediam um conselho econômico nacional de planejamento que incluísse representantes do trabalho e da gerência. Schlesinger certamente está correto quando diz que "Lewis e Hillman, no fim das contas, não eram muito diferentes de Gerard Swope e de Henry I. Harriman"[41].

A AFL também elogiava o governo Hoover por realizar os seguintes objetivos em 1930 e em 1931: manutenção dos salários na construção civil pública, redução das horas do trabalho governamental sem redução nos salários, planejamento de obras públicas, elevação de salários para alguns empregados do governo, maior dotação de verbas para o patrulhamento de imigrantes na fronteira ("aliviando o desemprego" ao impedir que mexicanos viessem aqui melhorar de vida), dotação de verbas para a construção naval, e a exigência de que todas as novas obras navais fossem feitas em estaleiros e em arsenais da marinha, em vez de ser feitas por contrato com empresas privadas.

Nesse ínterim, os estados se movimentavam para obrigar a cartelização e, na prática, a socialização da indústria de petróleo. Os estados produtores de petróleo criaram leis que permitiam a comissões governamentais fixar a quantidade máxima de petróleo a ser produzido, e esse sistema basicamente ainda está em vigor. As leis estaduais foram criadas sob a roupagem pública de "preservação", que é uma resposta oportuna para criar

---

[41] Schlesinger, *The Crisis of the Old Order, 1919–1933*, p. 186.

qualquer monopólio ou cartel compulsório de um recurso natural. Em 1931, novas descobertas de petróleo a leste do Texas reduziram o preço do petróleo de um dólar por barril a 2,5 centavos por barril, e os cartelistas e preservacionistas começaram a gritar. A liderança foi assumida por "Alfalfa Bill" Murray, governador de Oklahoma, que ordenou o fechamento da indústria de petróleo até que o preço do petróleo atingisse o "preço justo mínimo" de um dólar por barril. Quando alguns produtores mostraram-se recalcitrantes, Murray enviou a Guarda Nacional de Oklahoma para os campos de petróleo, a fim de fazer cumprir seu decreto por meio de baionetas. Logo o Texas foi atrás, e os grandes estados produtores de petróleo da Califórnia, do Texas, do Kansas e de Oklahoma aprovaram leis de "conservação" e de alocação que fixavam tetos de produção de maneira mais ordenada. Foram convocadas duas sessões emergenciais da assembleia legislativa do Texas para ampliar os poderes de regulamentação do petróleo da Texas Railroad Commission [Comissão Ferroviária do Texas], após ela ter recebido injunções desfavoráveis na justiça.

Os estados produtores de petróleo também organizaram um Comitê Consultivo dos Estados Produtores de Petróleo para decidir sobre cotas – que logo virariam um compacto interestadual – e um "Comitê Voluntário" do Conselho Federal de Preservação do Petróleo ajudou nesse esforço. Alguns donos de poços perceberam que podiam fugir das tropas e dos decretos e contrabandear "petróleo quente" para fora do Estado, mas essa "lacuna" de liberdade foi enfim tapada pelo *New Deal*. Para sustentar o cartel de petróleo, o orçamento federal de 1932 incluía uma tarifa sobre petróleo importado e sobre produtos de petróleo. Isso fortaleceu o cartel doméstico, mas também reduziu as exportações americanas de petróleo.[42] Claro que é curioso encontrar uma restrição às *importações* como parte de um programa doméstico de *preservação* de recursos, mas ainda hoje vemos o mesmo fenômeno. Se o objetivo fosse mesmo a preservação, então certamente as importações teriam sido incentivadas para aliviar a demanda pelo petróleo doméstico.

Que não se pense que Hoover ficou ocioso nesse movimento. Antes mesmo da depressão, ele já considerava restrições coercitivas da produção de petróleo. O presidente cancelou alvarás para perfurações em busca de petróleo em grandes partes das terras públicas, e ele e Ray Lyman Wilbur, secretário do Interior, foram em grande parte os responsáveis pelas novas leis estaduais de "preservação". Hoover e Wilbur também pressionaram os operadores privados de petróleo próximos às terras públicas a fazer

[42] Ver George W. Stocking, "Stabilization of the Oil Industry: Its Economic and Legal Aspects", *American Economic Review, Papers and Proceedings* (maio de 1933): 59–70.

acordos para restringir a produção de petróleo.[43]

À medida que 1931 ia terminando, e que outra sessão do Congresso se aproximava, o país e, de fato, o mundo estavam numa autêntica atmosfera de crise – uma crise de políticas e de ideologia. A depressão, tão longa em seu efeito, agora piorava a passos largos, nos Estados Unidos e no mundo inteiro. Estava pronto o cenário para o "*New Deal* de Hoover" de 1932.

[43] Se a indústria de carvão não teve o mesmo sucesso que a de petróleo em cartelizar-se, não foi por falta de tentativa. C. E. Bockus, presidente da National Coal Association [Associação Nacional do Carvão], no artigo "The Menace of Overproduction" ["A ameaça da superprodução"], escreveu o seguinte sobre a necessidade da indústria do carvão

> de assegurar, por meio da ação cooperativa, o contínuo ajuste da produção de carvão betuminoso à demanda existente por ele, e com isso desencorajar métodos ruinosos de produção e de consumo. … O método europeu de enfrentar essa situação é o estabelecimento de cartéis.

Citado em Ralph J. Watkings, *A Planned Economy Through Coordinated Control of Basic Industries* (manuscrito mimeografado, submetido à American Philantropic Association, outubro de 1931), pp. 54ss. Durante seu mandato, Hoover também reduziu a produção em outras áreas ao acrescentar mais de dois milhões de acres às florestas nacionais, praticamente inúteis, e também ao aumentar a área dos parques e monumentos nacionais, totalmente inúteis, em 40%. Se o Congresso não o tivesse impedido, ele teria sequestrado permanentemente muito mais terra útil. Ver Harris Gaylord Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression* (Nova York: Oxford University Press, 1959), pp. 64, 77–80.

XI
1932: O *NEW DEAL* DE HOOVER

O presidente Hoover chegou à sessão legislativa de 1932 numa atmosfera de crise, pronto para medidas drásticas. Em sua mensagem anual ao Congresso, em 8 de dezembro de 1931, Hoover começou repassando suas próprias realizações dos dois anos anteriores:

> Muitos empreendimentos foram organizados e progrediram no último ano para enfrentar as novas emergências, em constante mudança, com que nos deparamos o tempo inteiro… amortecer a violência da liquidação na indústria e no comércio, e deste modo dar tempo para o reajuste ordeiro dos custos, dos estoques e dos créditos sem pânico e sem a disseminação de falências.

Medidas como as obras públicas federais, estaduais e municipais, o compartilhamento do trabalho, a manutenção dos salários ("uma ampla maioria manteve os salários altos", como antes), as restrições à imigração, e a National Credit Corporation, disse Hoover, serviram a esses propósitos e incentivaram a recuperação. Agora Hoover queria ações mais drásticas, e apresentou o seguinte programa:

> (1) O estabelecimento da Reconstruction Finance Corporation, que usaria Fundos do Tesouro para emprestar aos bancos, às indústrias, às agências de crédito agrícola e aos governos municipais.
>
> (2) A ampliação das exigências de qualificação para fazer descontos no Fed.
>
> (3) A criação de um sistema de descontos, por meio de um Banco Habitacional de Empréstimos, que reavivasse as medidas em prol da construção e do emprego que tiveram o caloroso apoio da Conferência Nacional de Moradia, convocada recentemente por Hoover para esse propósito.
>
> (4) Expandir a ajuda governamental aos Federal Land Banks.
>
> (5) Criar uma Administração das Obras Públicas para coordenar a expandir as obras públicas federais.
>
> (6) Legalizar o decreto de Hoover que restringia a imigração.

(7) Fazer alguma coisa para enfraquecer a "competição destrutiva" (isso é, a competição) no uso de recursos naturais.

(8) Conceder US$ 300 milhões em empréstimos aos Estados para assistência.

(9) Reformar as leis de falência (isso é, enfraquecer a proteção ao credor).

Hoover também demonstrava estar ansioso para "proteger as ferrovias da competição desregulamentada" e para estimular as ferrovias falidas. Além disso, ele ainda pediu programas de compartilhamento de trabalho para poupar milhões de pessoas do desemprego.

O aumento dos impostos

Com um déficit de US$ 2 bilhões durante o ano do calendário de 1932, Hoover percebeu que tinha de fazer algo no ano seguinte para combatê-lo. O gasto deficitário é certamente um mal, mas um orçamento equilibrado não é necessariamente um bem, particularmente quando o "equilíbrio" é obtido pelo aumento das receitas e dos gastos. Se queria equilibrar o orçamento, Hoover tinha duas opções: reduzir os gastos e assim aliviar a economia de parte do ônus cada vez mais pesado do governo, ou aumentar esse ônus ainda mais elevando os impostos. Foi a segunda opção que ele escolheu. Em seu canto de cisne como secretário do Tesouro, Andrew Mellon defendeu, em dezembro de 1931, aumentos drásticos nos impostos, inclusive no imposto de renda da pessoa física, no imposto sobre os espólios, no imposto sobre as vendas e nas taxas postais. Obedecendo às diretrizes apresentadas por Mellon e por Hoover, o Congresso aprovou, no Revenue Act [Lei das Receitas] de 1932, um dos maiores aumentos de impostos jamais promulgados em tempos de paz nos Estados Unidos. A gama de aumentos de impostos era imensa. Diversos impostos sobre o consumo de tempos de guerra retornaram, a venda de gasolina passou a ser tributada, e também as de pneus, de automóveis, de energia elétrica, de malte, de artigos de banho, de peles, de joias e de outros artigos; foram aumentados os impostos sobre a admissão e a transferência de ações; foram criados novos impostos sobre cheques bancários, sobre mensagens telefônicas, telegráficas e radiofônicas; e o imposto de renda da pessoa física aumentou drasticamente, da seguinte maneira: a alíquota normal aumentou de uma faixa de 1,5% a 5% para 4% a 8%; as deduções pessoais foram bastante reduzidas, e a restituição de 25% foi eliminada; e as sobretaxas subiram enormemente, de um máximo de 25% para 63% sobre as

rendas mais altas. Além disso, o imposto de renda das empresas aumentou de 12% para 13,4%, e uma isenção para pequenas empresas foi eliminada; o imposto sobre o espólio dobrou, e o piso de isenção caiu pela metade; e o imposto sobre doações, que havia sido eliminado, voltou, sendo graduado até 33,33%.[1] Hoover também fez o que pôde para impor ao público um imposto de venda sobre os manufaturados, mas a oposição dos manufatureiros conseguiu impedi-lo. Podemos acrescentar aqui que, para Hoover, o grande aumento no imposto sobre o espólio era moral *por si*, além de ter sua suposta utilidade enquanto medida fiscal. O imposto sobre o espólio, disse ele, é "um dos mais desejáveis econômica e socialmente – ou talvez o mais necessário de todos os impostos". Ele falava sombriamente dos "males do poder econômico adquirido por herança", dos "astuciosos advogados" e dos "censuráveis" *playboys*; não havia qualquer sinal de que ele entendia que um imposto sobre a riqueza herdada é um imposto sobre a propriedade dos capazes ou dos descendentes dos capazes, que precisam manter essa capacidade para preservar suas fortunas; não havia um mais mínimo entendimento de que um puro imposto sobre o capital, como o imposto sobre o espólio, era o pior imposto possível para os fins de encerrar a depressão.

A elevação das taxas postais trouxe um ônus ainda maior ao público e ajudou a inchar as receitas de um monopólio governamental compulsório. Os selos para cartas simples subiram de US$ 0,02 para US$ 0,03, apesar de a própria contabilidade do Correio mostrar um grande lucro sobre o correio de primeira classe. A postagem sobre o correio de segunda classe dos editores subiu cerca de um terço, e as taxas sobre pequenos pacotes subiram 25% (ainda que as taxas sobre grandes pacotes tenham diminuído um pouco).[2] Uma das mais persuasivas críticas do programa impressionantemente equivocado de Hoover foi feita pela Câmara de Comércio de St. Louis. Preocupada com o clamor incessante por impostos mais elevados, a Câmara declarou:

> Quando os governos buscam manter os níveis altos de impostos que conseguiram nos bons tempos durante essa época de renda gravemente prejudicada, o surgimento do espectro de impostos mais elevados constitui um dos principais freios da recuperação econômica.

---

[1] Ver Sidney Ratner, *American Taxation* (Nova York: W. W. Norton, 1942), pp. 447–49.

[2] Ver Jane Kennedy, "Development of Postal Rates: 1845–1955", *Land Economics* (maio de 1957): 93–112; e idem, "Structure and Policy in Postal Rates", *Journal of Political Economy* (junho de 1957): 185–208. Hoover também usou deliberadamente um sistema de subsídios ao correio por via aérea eficazmente, colocando a indústria do transporte aéreo sob as ordens do governo. Para Hoover, esse era um expediente para o "desenvolvimento ordeiro" da indústria aérea. Ver Harris Gaylord Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression* (Nova York: Oxford University Press, 1959), p. 70.

Os pagadores de impostos, como insistia a Câmara, deveriam obter uma redução tanto dos impostos quanto dos gastos do governo.[3] E o *Atlanta Constitution* chamou a lei tributária de 1932 de "a mais maligna lei tributária... jamais imposta a este país em tempos de paz."[4]

Gastos *versus* economia

Apesar do drástico aumento tributário, a receita federal total de 1932 caiu por causa do aprofundamento da depressão – causado em parte pelo aumento nos impostos. A receita federal total, excluindo as estatais, caiu de US$ 2,2 bilhões em 1931 para US$ 1,9 bilhões em 1932; incluindo as estatais, as receitas federais caíram de US$ 3,4 bilhões para US$ 3 bilhões. As receitas do governo totais, em todas as instâncias, caíram de US$ 12,4 bilhões para US$ 11,5 bilhões incluindo as estatais, e, excluindo-as, de US$ 10,3 bilhões para US$ 9,5 bilhões. O resultado foi que o vasto déficit federal continuou, apesar da queda nos gastos governamentais em 1932: os gastos federais caíram de US$ 4,4 bilhões para US$ 3,4 bilhões (de US$ 5,5 bilhões para US$ 4,4 bilhões se incluirmos as estatais), e o total de gastos agregados do governo, em todas as instâncias, caiu de US$ 13,3 bilhões para US$ 11,4 bilhões (de US$ 15,2 bilhões para US$ 13,2 bilhões se incluirmos as estatais). Do US$ 1,7 bilhão do déficit total do governo, a maior parte – US$ 1,4 bilhão – estava na conta do governo federal.

A queda de US$ 1 bilhão em gastos federais no ano consistiu numa queda de US$ 800 milhões em pagamentos de transferências (em empréstimos para veteranos) e numa queda de US$ 200 milhões no auxílio aos governos estaduais e municipais. A queda de US$ 900 milhões nos gastos estaduais e municipais em 1932 consistiu sobretudo numa queda de US$ 800 milhões nas novas construções. Os governos estaduais e municipais, que diferem do governo federal por não poder imprimir moeda nova ou novos depósitos bancários vendendo títulos a um sistema bancário controlado, perceberam em 1932 que sua situação financeira era grave demais para permitir a continuação das obras públicas em escala tão grande. Os governos estaduais e municipais foram assim forçados a reduzir suas despesas, para que se aproximassem do nível de suas minguantes receitas.

[3] *Congressional Record* 75 (12 de janeiro de 1932), p. 1763. Ver também Russell C. Leffingwell, "Causes of Depression", *Proceedings of the Academy of Political Science* (junho de 1931): 1.

[4] Randolph Paul, *Taxation in the United States* (Boston: Little, Brown, 1954), p. 162.

O que significou tudo isso para o ônus fiscal do governo sobre a economia? Enquanto a quantidade absoluta de depredações federais caiu de US$ 5,5 bilhões para US$ 4,4 bilhões, e os ônus estaduais e municipais caíram de US$ 9,7 bilhões para US$ 8,8 bilhões, o PNB, e o produto privado bruto caíram de maneira muito mais drástica. O PNB caiu de US$ 76,3 bilhões em 1931 para US$ 58,5 bilhões em 1932, ao passo que o PPB caiu de US$ 70,9 bilhões para US$ 53,3 bilhões. O produto privado líquido caiu de US$ 62,7 bilhões para US$ 45,7 bilhões. Por isso, a porcentagem da depredação federal no produto privado bruto subiu de 7,8% em 1931 para 8,3% em 1932, e a porcentagem de depredação dos governos estaduais e municipais subiu de 13,7% para 16,5%. No fim das contas, o ônus fiscal total do governo sobre o produto privado bruto subiu de 21,5% para 24,8%; o ônus total sobre o produto privado líquido subiu de 24,3% para 28,9%.

Um dos mais sinistros projetos de gastos federais para o ano de 1932 foi uma moção do Congresso para conceder aos veteranos um bônus de US$ 2 bilhões, a ser financiado por novas emissões de moeda. Na verdade, foram a luta e a derrota final desse programa no Senado em junho que mais contribuíram para derrotar um clamor geral por mais gastos do governo. A campanha pelo bônus dos veteranos fez com que surgisse um Comitê Nacional da Economia, organizado pelo coronel Archibald R. Roosevelt, para combater a proposta. O Comitê depois tornou-se a National Economy League [Liga da Economia Nacional], cuja atividade no país inteiro aumentou em meados de 1932. O presidente da Liga era o almirante Richard E. Byrd, que abandonou uma expedição polar para tomar parte ativa, e o secretário era o capitão Charles M. Mills. Iniciada pelo coronel Roosevelt e por Grenville Clark, a Liga chegou a contar com mais de 60 mil membros em 45 estados. O objetivo da Liga era cortar os custos do governo: "Não retornaremos à prosperidade até que os altos impostos sejam reduzidos." Os impostos, dizia ela, atacam a indústria, e prejudicam tanto ricos quanto pobres. Infelizmente, a Liga não estava disposta a sugerir áreas específicas de redução de gastos – tirando o auxílio aos veteranos. O capitão Mills simplesmente presumia que não era possível reduzir as obras públicas, e a defesa nacional não poderia ser reduzida – apesar de país nenhum estar se preparando para atacar os Estados Unidos.[5]

Outros economistas eram mais rigorosos, e instavam Hoover a equili-

[5] Foi sem dúvida essa falta de clareza que atraiu para a Liga declarações de apoio de figuras tão díspares quanto o presidente Hoover, o governador Franklin D. Roosevelt, William Green, o líder agrícola Louis Taber, Calvin Coolidge, presidente do Comitê Consultivo da Liga, Alfred E. Smith, Newton D. Baker, Elihu Root e o general Pershing. Ver Bank of the Manhattan Company, *Chapters in Business and Finance* (Nova York, 1932), pp. 59–68. Ver também National Economy League, *Brief in Support of Petition of May 4, 1932*. Sobre esse Comitê e sobre o Comitê de Ação Nacional, seu similar, ver Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression*, p. 162.

brar o orçamento reduzindo os gastos em US$ 2 bilhões, e não elevando os impostos. Entre eles havia o formidável deputado James M. Beck da Pensilvânia, ex-Advogado Geral dos Estados Unidos.[6] Hoover, porém, rejeitou os pedidos de diversos empresários e banqueiros, muitos dos quais eleitores do Partido Democrata. Aos protestos de um empresário que instou-o a reduzir os gastos em US$ 2 bilhões, Hoover respondeu com a típica histeria do burocrata:

> Sua tese é que as despesas do governo podem ser reduzidas em US$ 2 bilhões – a quantidade da redução de impostos. Isso é… completamente impossível. Significaria que temos de desistir do correio, da Marinha Mercante, da proteção da vida e da propriedade e da saúde pública. Teríamos de soltar 40 mil prisioneiros; e teríamos de interromper a manutenção dos rios e dos portos; teríamos de interromper todas as construções que pretendem auxiliar o desemprego; isso significaria a abolição [sic] do Exército e da Marinha. Em outras palavras, significaria o caos absoluto.

Não discutamos, mesmo que seja importante, se tantas dessas funções são mesmo tão vitais, ou se só podem ser executadas por meio do monopólio compulsório do governo federal. Será que um corte de US$ 2 bilhões teria produzido esses efeitos? Considerando o ano *fiscal* de 1932, os gastos federais (incluindo os das estatais) de US$ 4,8 bilhões representaram US$ 59,50 por pessoa segundo um índice "real" baseado no nível de preços do atacado de 1926. Durante a década de 1920, o governo federal gastou uma quantidade real de cerca de US$ 25 por pessoa, e, entre 1890 e 1916, gastou cerca de US$ 10 por pessoa. Isso significa que o orçamento do governo federal poderia ter sido cortado em US$ 2,8 bilhões para manter os serviços oferecidos durante a década de 1920, e em US$ 4 bilhões para manter os serviços prestados entre 1890 e 1916, que *não* foi um período em que faltaram proteção, correios etc.[7]

Enquanto os economistas instavam Hoover a cortar gastos e impostos, os radicais insistiam num programa de maior gasto governamental. William Trufant Foster, num discurso feito perante a Taylor Society na primavera de 1932, pediu que a moeda e o crédito fossem "coletivamente" expandidos para restaurar o nível de preços de 1928 das *commodities*. Virgil Jordan, economista da *Business Week*, pediu a expansão dos gastos públi-

[6] Ver James M. Beck, *Our Wonderland of Bureaucracy* (Nova York: Macmillan, 1932); Mauritz A. Haligren, *Seeds of Revolt* (Nova York: Alfred A. Knopf, 1933), pp. 274ss.

[7] Cf. M. Slade Kendrick, *A Century and a Half of Federal Expenditures* (Nova York: National Bureau of Economic Research, 1955), pp. 77ss.

cos: "Assim como poupamos e entramos na depressão, temos de gastar para sair dela." Esse conselho foi dado no banquete anual da Câmara de Comércio da Pensilvânia. Também pediram mais gastos e um equilíbrio orçamental "cíclico" e não anual economistas como Paul H. Douglas, R. M. Haig, Simeon E. Leland, Harry A. Millis, Henry C. Simons, Sumner H. Slichter e Jacob Viner.[8]

A campanha por obras públicas

Enquanto a queda nos gastos se estabilizava, a campanha para obras públicas cada vez maiores redobrou sua propaganda durante a primavera de 1932. Virgil Jordan, economista da *Business Week*, pediu mais obras públicas, mais déficits e injeções monetárias. W. T. Foster, Otto Tod Mallery e David Cushman Coyle clamavam por obras públicas. Os senadores LaFollette e Wagner ambos apresentaram projetos de lei para vastas obras públicas, e tiveram o apoio de inúmeros economistas e engenheiros. O senador Wagner enviou um questionário sobre seu plano de obras públicas de US$ 1 bilhão para diversos economistas, e só se deparou com poucas discordâncias no coro de aprovação.[9]

---

[8] Ver Lewis H. Kimmel, *Federal Budget and the Fiscal Policy, 1789–1958* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1959), pp. 155ss.

[9] Congressional Record (16 de maio de 1932), pp. 10309 - 39). Entre os defensores, havia economistas como:

Edwin W. Borchard
Paul W. Brissenden
Morris L. Cooke
Richard T. Ely
Ralph C. Epstein
Irving Fisher
Felix Frankfurter
Walton Hamilton
Horace M. Kallen
Frank H. Knight
William M. Leiserson
W.N. Loucks
Broadus Mitchell
Harold G. Moulton
E.M. Patterson
Selig Perlman
E.R.A. Seligman
Sumner H. Slichter
George Soule
Frank W. Taussig
Ordway Tead
Gordon S. Watkins
Myron W. Watkins
W.F. Willcox
E.E. Witte

Felix Frankfurter achava que o programa deveria ir ainda mais longe. Diversos economistas, porém, aconselharam cautela ou simplesmente expressaram discordância, causando ao menos uma bem-vinda cisão naquilo que a olhos leigos parecia uma falange maciça de economistas a defender um vasto programa de obras públicas. John Maurice Clark escreveu que não estava certo, e que se preocupava com o efeito sobre a confiança do público e com o enfraquecimento do crédito bancário que viria. Igualmente preocupados com a confiança e cautelosamente opostos estavam os professores Z. C. Dickinson, Henry B. Gardner e Alvin H. Hansen. Mais firme em sua oposição estava Jacob Hollander, da Universidade Johns Hopkins, que havia assinado o relatório contrário do Comitê Presidencial alguns meses antes. Hollander expressou sua preocupação com a estrutura de crédito e com os déficits contínuos. Edwin F. Gay, da Universidade Harvard, acreditava ser imperativo economizar e equilibrar o orçamento.

Willford I. King, da Universidade de Nova York, avisou que os salários tinham de cair na proporção da queda dos preços das *commodities* para que o desemprego fosse eliminado. Ele fez a lógica observação de que o emprego público no alto nível salarial corrente perpetuaria o problema do desemprego. Infelizmente, porém, King sugeriu inflação monetária para que o nível de preços voltasse ao de 1926. M. B. Hammond, da Universidade do Estado de Ohio, fez uma excelente crítica do projeto de lei de Wagner. O caminho correto, observava, seria economizar, equilibrar o orçamento, preservar o padrão ouro, e permitir que o necessário reajuste de preços acontecesse:

> as condições vão se estabilizar assim que os preços em certas linhas se ajustem às reduções de preços que já aconteceram em outras linhas. As grandes verbas para obras públicas impediriam esse ajuste e assim seriam desfavoráveis aos esforços que a indústria privada poderia fazer para retomar suas operações.

Um dos melhores comentários sobre a proposta foi feito por William A. Berridge, economista da Metropolitan Life Insurance Company. A emissão de títulos para obras públicas, escreveu, "avançaria seriamente, e talvez perigosamente, sobre a oferta de fundos de capital de que as empresas privadas precisarão para ajudar o país a sair da depressão." Os projetos de obras públicas, acrescentou, "sem dúvida congelariam o trabalho e o capital do país em projetos que não trariam uma contribuição correspondente à produtividade e ao bem-estar da sociedade de modo geral."

Novas campanhas por obras públicas foram feitas pela revista *American City*, que pedia um programa de seis anos de empréstimos a juros baixos para as obras públicas, e pelo coronel John P. Hogan, que propôs a criação

de uma Corporação do Trabalho de Pesquisa Produtivo, no valor de US$ 1,5 bilhão, para fazer empréstimos para obras públicas dos governos municipais.[9]

O plano de Hogan teve a aprovação da Construction League of America [Liga da Construção dos Estados Unidos], e da Associated General Contractors of America [Empreiteiros Gerais Associados dos Estados Unidos], ambas naturalmente ansiosas por subsídios governamentais para a indústria de construção. Em junho, a indústria de construção patrocinou um Comitê Nacional para a Recuperação Comercial, a fim de promover obras públicas. Outros fanáticos eram J. Cheever Cowden, banqueiro de investimentos de Nova York, que propôs um programa anual de US$ 4–5 bilhões de dólares para obras públicas, Owen D. Young, Alfred E. Smith e Franklin D. Roosevelt. William Randolph Hearst sugeriu uma emissão de Títulos de Propriedade de US$ 5,5 bilhões para um programa federal de obras públicas, o que teve a aprovação, em janeiro de 1932, de trinta e um economistas, incluindo Thomas Nixon Carver, Paul H. Douglas, William Trufant Foster, Robert M. MacIver e J. E. LeRossignol.[10]

Até o verão de 1932 foram publicados três livros que prenunciariam o *New Deal* de Roosevelt. Eles pediam fortes gastos do governo, especialmente em obras públicas, e também o planejamento central da economia. Esses livros eram *The New Deal*, de Stuart Chase; *The Irrepressible Conflict: Business vs. Finance*, de David Cushman Coyle, e *A Planned Society*, de George Soule. Suas sugestões de obras públicas tiveram a aprovação da *New Republic* e da American Federation of Labor. A Conferência de Prefeitos dos Estados Unidos pediu um programa de obras públicas de US$ 5 bilhões, e Norman Thomas e Morris Hillquit, socialistas confessos, superaram todos com a sugestão de uma emissão de títulos de US$ 12 bilhões, metade para obras públicas, metade para a assistência direta.

Nesse ínterim, porém, o próprio presidente Hoover começava a ter dúvidas a respeito de uma de suas políticas favoritas: as obras públicas. Numa conferência no fim de fevereiro, Hoover admitiu que seu programa de obras públicas, que tinha praticamente dobrado a construção federal desde o começo da depressão, havia fracassado. Ele era caro demais, pois custava mais de US$ 1200 por cada família auxiliada, não estava disponível para os necessitados em regiões remotas e para aqueles incapazes de fazer esse trabalho, que era, enfim, um trabalho que era um fim em si mes-

---

[9] Ver Joseph E. Reeve, *Monetary Reform Movements* (Washington, D.C.: American Council on Public Affairs, 1943), p. 19.

[10] Sobre a petição dos economistas, ver Joseph Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization* (Nova York: Viking Press, 1959), vol. 5, p. 675.

mo e que não demandava qualificações. Hoover agora começava a preferir mais subvenção para os estados em vez de mais obras públicas federais. Em maio, Hoover inverteu abertamente sua posição anterior, sendo agora contrário a qualquer ampliação de obras públicas que não se pagassem a si mesmas. O resultado foi que as obras públicas federais aumentaram apenas US$ 60 milhões em 1932, atingindo a marca de US$ 333 milhões. A experiência levou o presidente a limitar seu experimento com obras públicas e a renunciar parcialmente a ideias que defendera por mais de uma década. As obras públicas só voltariam ao primeiro plano no governo Roosevelt.[11] Apesar dessa inversão, Hoover continuou a insistir nos méritos das obras públicas que "se pagavam", e induziu a Reconstruction Finance Corporation (RFC) a fazer abundantes empréstimos para represas públicas, pontes com pedágios, e remoções de favelas. De fato, Hoover ainda recorda com orgulho ter induzido pessoalmente os governos estaduais e municipais a expandir seus programas de obras públicas em US$ 1,5 bilhões durante a depressão. Ele ainda observa orgulhosamente que as obras públicas agregadas dos quatro anos de seu mandato foram maiores do que as obras públicas de todos os 30 anos anteriores, e ele ainda assume o crédito por ter iniciado, nesse período, as obras de Jones Beach, da Ponte da Baía de San Francisco, do Aqueduto de Los Angeles, e da Represa Boulder. Ele também assinou um tratado com o Canadá em julho de 1932 para construir, numa obra governamental conjunta, a Via Marítima de St. Lawrence, mas o Senado da época sabiamente recusou-se a aprovar esse desperdício, esse subsídio a uma forma de transporte aquático.

A RFC

Em todos os demais aspectos de seu *New Deal*, o presidente Hoover agiu com mais confiança do que com hesitação. A parte mais fundamental de seu programa – a RFC – foi aprovada às pressas pelo Congresso em janeiro.[12] A RFC recebeu do governo um total de US$ 500 milhões, e recebeu poderes para emitir novas debêntures, no valor total de US$ 1,5 bilhão. Hoover pediu a ninguém menos do que Bernard Baruch para presidir a RFC, mas Baruch declinou do convite. A essa altura, Hoover

[11] Ver Vladimir D. Kazakévich, "Inflation and Public Works", em H. Parker Willis e John M. Chapman, eds., *The Economics of Inflation* (Nova York: Columbia University Press, 1935), pp. 344–49.

[12] O relato do doutor Anderson das medidas de 1932 é inexplicavelmente fraco, já que ele muda de ideia e passa a defender o programa de Hoover – incluindo a NCC, a RFC e o Glass-Steagall Act – após ter-se mostrado contrário a medidas igualmente estatistas e inflacionistas do primeiros anos de Hoover. Ver Anderson, *Economics and the Public Welfare*, pp. 266–78.

decidiu nomear presidente um de seus assessores com mais inclinações socialistas, aquele que originalmente sugerira a RFC a Hoover, Eugene Meyer, Jr., velho amigo de Baruch.[13] Em seus primeiros cinco meses de vida, as atividades de empréstimos da RFC permaneceram mergulhadas no segredo, e somente a ação determinada do Congresso Democrata enfim forçou a agência a fazer relatórios públicos periódicos, começando no fim de agosto. A desculpa burocrática era que os empréstimos da RFC, assim como os empréstimos bancários ou os empréstimos anteriores da National Credit Corporation [Corporação Nacional do Crédito] (NCC), deveriam permanecer confidenciais, para que a confiança do público no banco ou na empresa que recebia assistência não fosse abalada. Mas a questão é que, como a RFC foi projetada para emprestar dinheiro para organizações insustentáveis, prestes a falir, elas *eram* fracas e o público *merecia* perder a confiança, e quanto mais cedo melhor. Além disso, como os pagadores de impostos pagam pelo governo e supostamente são seus "donos", não há desculpa para que os representantes do governo guardem segredos de seus superiores. Numa democracia, o segredo é particularmente digno de culpa: como podem as pessoas tomar decisões inteligentes se o governo esconde os fatos delas?

Durante os primeiros cinco meses de operação, a RFC fez US$ 1 bilhão de dólares de empréstimos, dos quais 80% foram destinados a bancos e a ferrovias, e cerca de 60% aos bancos. A alegação republicana de que os empréstimos da RFC nada tinham de políticos empalidece à luz dos fatos. Por exemplo, o general Dawes renunciou ao cargo de presidente da RFC em 7 de junho. Menos de três semanas depois, o banco de Chicago que ele presidia, o Central Republic Bank and Trust Company, recebeu um empréstimo da RFC de US$ 90 milhões, ainda que os depósitos totais do banco fossem de apenas US$ 95 milhões. Que o general Dawes tenha renunciado e então imediatamente pedido um grande empréstimo para seu próprio banco, e recebido, certamente parece uma extorsão do pagador de impostos por um conluio político.[14] Além disso, a RFC concedeu um empréstimo de US$ 14 milhões à Union Trust Company de Cleveland; o presidente do conselho desse banco era ninguém menos do que Joseph R. Nutt, tesoureiro do Comitê Nacional Republicano.

O sucessor de Dawes na presidência da RFC foi o honorável Atlee Po-

---

[13] O senador Robinson tinha conseguido que Hoover prometesse nomear Meyer presidente da RFC em troca do apoio dos democratas no Congresso. Gerald D. Nash, "Herbert Hoover and the Origins of the RFC", *Mississipi Valley Historical Review* (dezembro de 1959): 461ss.

[14] Ver John T. Flynn, "Inside the RFC", *Harper's Magazine* 166 (1933): 161–69. O grupo de Hoover afirma, porém, que o general Dawes não queria o empréstimo da RFC, que era uma insistência de banqueiros democratas de Chicago, e dos membros democratas do Conselho da RFC.

merene, cuja grande contribuição à sabedoria econômica havia sido sua declaração de que gostaria de obrigar todos os mercadores a aumentar suas compras em 33%. Era esse o caminho da recuperação! Sob a égide de Pomerene, a RFC imediatamente autorizou um empréstimo de US$ 12,3 milhões para a Guardian Trust Company, de Cleveland, que tinha Pomerene como diretor. Outro empréstimo de US$ 7,4 milhões foi feito à Baltimore Trust Company, cujo vice-presidente era o influente senador republicano Philips L. Goldsborough. Um empréstimo de US$ 13 milhões foi concedido à Union Guardian Trust Company de Detroit, que tinha entre seus diretores o secretário de Comércio Roy D. Chapin.

Cerca de US$ 264 milhões foram emprestados às ferrovias durante os cinco meses de segredo. A teoria era que os títulos das ferrovias precisavam ser protegidos, porque muitos deles estavam em poder de caixas econômicas e de companhias de seguros, que supostamente seriam agentes do pequeno investidor. Dos US$ 187 milhões em empréstimos que foram rastreados, US$ 37 milhões tinham o propósito de fazer melhorias, e US$ 150 milhões, de pagar dívidas. Um dos primeiros empréstimos, por exemplo, foi uma concessão de US$ 5,75 milhões à Missouri Pacific, para que ela pagasse sua dívida com a J. P. Morgan and Company. Um total de US$ 11 milhões foi emprestado às ferrovias Van Sweringen (incluindo as Missouri Pacific) para pagar empréstimos bancários. US$ 8 milhões foram emprestados à Baltimore and Ohio para o pagamento de uma dívida junto à Kuhn, Loeb and Company. No fim das contas, US$ 44 milhões foram concedidos às ferrovias pela RFC para o pagamento de empréstimos bancários. Um dos grandes entusiastas dessa política era Eugene Meyer, que a via como "promoção da recuperação" e, francamente, "a colocação de mais dinheiro nos bancos". Mas essa "promoção da recuperação" na verdade significava a expropriação dos pagadores de impostos, e que seu dinheiro estava sendo transferido por meio da coerção para alguns bancos, especialmente a J. P. Morgan and Company, e a Kuhn, Loeb and Company. A medida do humanitarismo de Meyer nessa questão pode ser estimada pelo fato de que seu cunhado, George Blumenthal, era membro da J. P. Morgan and Company, e que Meyer também servira de oficial de ligação entre a Morgan e o governo francês. No caso da Missouri Pacific, a RFC concedeu o empréstimo apesar de um aviso em contrário por parte de uma minoria da Comissão Interestadual de Comércio, e, assim que a Missouri Pacific havia pago sua dívida com a Morgan, gentilmente recebeu permissão para pedir falência.[15]

[15] A Missouri Pacific aparentemente havia falsificado seu balanço antes de pedir o empréstimo da RFC, para poder dizer que tinha mais dinheiro do que tinha realmente. Ferdinand Lundberg, *America's Sixty Families* (Nova York: Citadel Press, 1946), p. 233.

John T. Flynn, num artigo cáustico sobre a RFC, observou corretamente que esses empréstimos só poderiam prolongar a depressão:

> Os preços precisam cair para aproximar os bens da quantidade de renda disponível... A renda mesma precisa ser libertada para a compra pela extinção das dívidas excessivas. (...) Qualquer tentativa de manter os preços nesse patamar ou de resgatar os devedores mais fracos necessariamente prolonga a depressão.

Flynn também observava firmemente que a melhor maneira de aliviar as ferrovias, em estado precário e cambaleante por causa das dívidas, era passar pelo "processo curativo inevitável" de recebedoria:

> Quanto mais cedo vier a correção, mais cedo virá a regeneração da ferrovia... Em vez de permitir a correção do erro fatal [a alta carga de títulos], a RFC na verdade aumentou a carga de títulos [das ferrovias].[16]

Apesar da rápida promulgação da RFC, Hoover reclamou que o Congresso Democrata havia retardado sua aprovação em seis semanas, permitindo que os títulos se desvalorizassem nesse período, ficando abaixo de seu "valor verdadeiro" – o que quer que seja isso. A principal reclamação de Hoover era que o Congresso não permitiu que a RFC fizesse empréstimos diretamente à indústria, à agricultura ou ao governo para obras públicas. O Congresso, em suma, não permitiu que a RFC emprestasse de maneira suficientemente desvairada e imprudente.

Hoover porém acabou conseguindo o que queria, e o Congresso concordou em transformar a RFC, que era uma agência *defensiva*, de modo geral, em uma instituição ousadamente "positiva", que faria importantes empréstimos para novas construções. Essa emenda, de 21 de julho – o Emergency Relief and Construction Act [Lei Emergencial de Assistência e de Construção] de 1932 – aumentou o capital autorizado total da RFC de US$ 2 bilhões para US$ 3,8 bilhões, e permitiu empréstimos aos estados e aos municípios para assistência e para a assistência ao trabalho, para projetos de construção que se pagassem, e para o financiamento de excedentes agrícolas no exterior, para a venda ordenada na agricultura,

---

[16] Flynn, *Inside the RFC*. Outra consequência dos empréstimos da RFC às ferrovias foi uma abordagem no sentido da socialização direta, a partir do interesse dos credores da RFC em ferrovias falidas, e a consequente colocação de diretores governamentais nas ferrovias reorganizadas. Dewing afirma que "o governo, por meio do poder de seus empréstimos, estava em posição de dominar a política da ferrovia reorganizada". Arthur Stone Dewing, *The Financial Policy of Corporations* (5ª. ed., Nova York: Ronald Press, 1953), vol. 2, p. 1263.

e para corporações de crédito agrícola.[17] Numa censura retrospectiva ao general Dawes, agora estavam proibidos os empréstimos a qualquer banco que tivesse entre seus diretores ou representantes alguém que tivesse sido membro do conselho da RFC. Numa emenda posterior, a RFC recebeu a ordem de alocar US$ 25 milhões de seus fundos para o Tesouro, a fim de comprar ações de 12 Federal Home Loan Banks [Bancos Federais de Empréstimos Habitacionais] recém-criados.

No ano inteiro de 1932, a RFC ampliou seus créditos, chegando a um total de US$ 2,3 bilhões, e efetivamente adiantou US$ 1,6 bilhão em dinheiro. Dos adiantamentos do ano, 52% foram para os bancos, 17% para as ferrovias (metade dos quais foram para pagar dívidas com os bancos) e 9% para a agricultura. No campo da agricultura, a RFC estabeleceu corporações regionais agrícolas de crédito, e adiantou-lhes US$ 1,4 milhão, autorizando créditos de US$ 55 milhões até o fim do ano. A RFC foi particularmente ativa nos empréstimos ao algodão. E ainda que o American Engineering Council [Conselho Americano de Engenharia] tivesse esperançosamente sugerido um pacote de projetos de obras públicas que se pagariam no total de US$ 1 bilhão (principalmente sistemas de fornecimento de água e de irrigação), a RFC só autorizou US$ 147 milhões, e só adiantou US$ 16 milhões, para esses projetos durante 1932.

Assistência governamental

Se Hoover abraçou com força o estatismo da RFC, houve uma área em que ele só cedeu terreno a contragosto, porque nela ele havia defendido a ajuda voluntária: a assistência direta. O governador Franklin D. Roosevelt, de Nova York, era o líder dos programas estaduais de assistência no inverno de 1931–1932, e induziu o estado de Nova York a estabelecer a primeira autoridade de assistência estadual: a Administração Temporária de Assistência Emergencial, dotada de US$ 25 milhões.[18] Outros estados seguiram-no, e os senadores Costigan e LaFollette apresentaram um projeto de lei para um programa federal de US$ 500 milhões.[19] O projeto não foi aprovado,

[17] Franklin Ebersole, "One Year of Reconstruction Finance Corporation", *Quarterly Journal of Economics* (maio de 1933): 464–87.

[18] Ver Edith Abbott, *Public Assistance* (Chicago: University of Chicago Press, 1940).

[19] Costigan e LaFollette conseguiram o material para seu projeto de lei da recém-formada Conferência da Assistência Social sobre a Ação Federal para o Desemprego, presidida por Linton B. Swift, da Family Welfare Association [Associação do Bem-Estar da Família]. A nova organização simbolizava a recente mudança entre os assistentes sociais profissionais, que agora defendiam a assistência federal.

mas, com o aprofundamento da depressão e com a aproximação da eleição presidencial, o governo praticamente se rendeu, aprovando o Emergency Relief and Construction Act [Lei Emergencial de Assistência e Construção] de julho de 1932 – a primeira lei federal de assistência.[20] O projeto não chegou vagamente perto de onde seus defensores queriam, ampliando os empréstimos para a assistência estatal em vez de fazer concessões diretas aos estados, mas essa era uma diferença sem importância. Os empréstimos aos estados seriam feitos pela RFC a uma taxa de 3% segundo um critério de "necessidade", como pedido pelos respectivos governadores. A RFC tinha autorização para emprestar até US$ 300 milhões para esse fim. Rapidamente foram feitas concessões a Alabama, Geórgia, Illinois, Montana, Dakota do Norte, Ohio, Utah, Louisiana e Oregon. A RFC contratou uma equipe de assistentes sociais, liderada por Fred Croxton, para administrar o programa.

Os estados também ampliaram seus programas assistenciais. Enquanto os gastos estaduais totais com assistência emergencial ficaram em US$ 547 mil em 1930–1931, eles chegaram a US$ 57 milhões em 1931–1932, e a US$ 90 milhões no ano fiscal de 1933. Nova York, Nova Jersey e a Pensilvânia foram os estados com maior gasto assistencial. A Pensilvânia financiou a maior parte de sua assistência com um imposto sobre venda recém criado. No fim das contas, a assistência pública total em 120 das principais áreas urbanas do país chegou a US$ 33 milhões em 1929, US$ 173 milhões em 1931, e US$ 308 milhões em 1932.[21]

O programa inflacionário

A respeito de uma coisa Hoover não hesitava: lançar um vasto programa inflacionário. Primeiro, o governo abriu caminho para o programa, aprovando o Glass-Steagall Act [Lei Glass-Steagall] em fevereiro, que (a) am-

---

O encontro de maio de 1932 da National Conference of Social Work inverteu a oposição de 1931 à assistência federal. Irving Bernstein, *The Lean Years: A History of the American Worker, 1920–1933* (Boston: Houghton Mifflin, 1960), pp. 462ss.

[20] Foi particularmente influente na rendição de Hoover um pedido de assistência federal feito no começo de junho pelos principais industriais de Chicago. Como a assembleia legislativa de Illinois lhes tivesse recusado mais fundos assistenciais, esses homens de Chicago voltaram-se para o governo federal. Entre eles havia os principais executivos da Armour, da Cudahy, da International Harvester, da Santa Fe Railroad, da Mashall Field, da Colgate–Palmolive–Peet, da Inland Steel, da Bendix, da U. S. Gypsum, da A. B. Dick, da Illinois Bell Telephone, e do First National Bank. Bernstein, *The Lean Years: A History of the American Worker, 1920–1933*, p. 467.

[21] Ver A. E. Geddes, *Trends in Relief Expenditures, 1910–1935* (Washington, D.C.: U. S. Government Printing Office, 1937), p. 31.

pliou enormemente os ativos que se qualificavam para redescontos junto ao Fed, e (b) permitiu que o Federal Reserve usasse títulos do governo como garantia adicional para suas notas, além do papel comercial.[22] Outra vez se abria o caminho para um imenso programa de inflação de reservas e de criação de dinheiro barato. Além disso, Eugene Meyer, Jr. era agora governador do Conselho do Federal Reserve, e Ogden Mils havia substituído Andrew Mellon, mais conservador, como secretário do Tesouro. Ao fim de fevereiro de 1932, o total de reservas bancárias havia caído para US$ 1,85 bilhão. A essa altura, o FRS iniciou um gigantesco programa de compra de títulos do governo dos Estados Unidos. Ao fim de 1932, o total de reservas havia aumentado para US$ 2,51 bilhões. Esse enorme aumento de US$ 660 milhões nas reservas em menos de um ano não tem precedentes na história do Federal Reserve. Se os bancos continuassem emprestando ao máximo, a oferta monetária do país teria aumentado em aproximadamente US$ 8 bilhões. Em vez disso, a oferta monetária caiu US$ 3,5 bilhões durante 1932, de US$ 68,25 bilhões para US$ 64,27 bilhões ao fim do ano, com uma queda de US$ 3,2 bilhões no componente de depósitos bancários.

O melhor é dividir em duas partes a história monetária daquele ano: do fim de fevereiro ao fim de julho, e do fim de julho ao fim de dezembro. No primeiro período, o total das reservas aumentou US$ 213 milhões. O programa inteiro de compra de títulos do Federal Reserve aconteceu durante esse primeiro período, com a posse de títulos subindo de US$ 740 milhões ao fim de fevereiro para US$ 1,841 bilhão ao fim de julho, um enorme aumento de US$ 1,101 bilhão em cinco meses. O total de reservas controladas aumentou US$ 1 bilhão. Isso foi contrabalançado por uma redução de US$ 290 milhões nas dívidas dos bancos com o Fed, uma drástica queda de US$ 380 milhões no estoque de ouro, e um aumento de US$ 122 milhões de moeda em circulação – em suma, uma redução de US$ 788 milhões nas reservas não-controladas. Afinal, fazer compras de mercado aberto exatamente quando o estoque de ouro caía era simplesmente loucura, além de colocar em risco a confiança do público na capacidade do governo de manter o dólar no padrão ouro. Uma razão para a política inflacionária foi o vasto déficit de US$ 3 bilhões do governo federal durante o ano fiscal de 1932. Como o Tesouro não estava disposto a tomar empréstimos em títulos de longo prazo do público, tomou-os em títulos de curto prazo dos bancos membros, e o Federal Reserve foi obrigado a prover reservas suficientes aos bancos.

[22] Os defensores do Glass–Steagall Act poderiam protestar, observando que ele se encaixava na política quantitativista de considerar a *quantidade total* e não a qualidade dos ativos, e que portanto um economista "austríaco" deveria defender essa medida. Mas a questão é que qualquer nova permissão para que o governo empreste aos bancos, seja quantitativa ou qualitativa, é um acréscimo inflacionário à quantidade de moeda, e portanto será criticada pelo economista "austríaco".

Apesar desse grande empurrão inflacionário, foi durante esse meio ano que os depósitos bancários do país caíram US$ 3,1 bilhão; a partir de então, eles permaneceram quase constantes até o fim do ano. Por que essa queda na oferta monetária exatamente quando se esperaria que ela subisse? A resposta está no surgimento do fenômeno de "reservas excessivas". Até o segundo trimestre de 1932, os bancos do país estavam sempre emprestando o máximo que podiam, dispondo apenas de um excesso desprezível de reservas. Agora os bancos haviam acumulado excesso de reservas, e Currie estima que a proporção entre o excesso e o total das reservas bancárias tenha subido 2,4% no primeiro trimestre de 1932, e 10,7% no segundo trimestre.[23]

Por que o surgimento de reservas excessivas? Em primeiro lugar, a compra de títulos do governo por parte do Fed era uma tentativa puramente artificial de drogar o cavalo da inflação. A queda no ouro exigira uma redução na oferta monetária a fim de manter a confiança do público no dólar e no sistema bancário; o aumento da moeda em circulação fora de época era um sinistro sinal de que o público estava perdendo confiança nos bancos, e uma forte contração bancária era o único jeito de recuperar aquela confiança. Diante dessa exigência deflacionária, o Fed iniciou seu gigantesco programa de compra de títulos. Naturalmente, os bancos profundamente preocupados com as falências bancárias que haviam ocorrido e que ainda estavam ocorrendo, estavam relutantes em ampliar ainda mais seus depósitos, e não fizeram isso. Uma explicação comum é que a demanda por empréstimos por parte das empresas caiu durante a depressão, porque as empresas não conseguiam enxergar muitas oportunidades de lucro à frente. Esse argumento, porém, negligencia o fato de que os bancos nunca precisam ficar passivos, que se eles realmente quisessem, poderiam comprar títulos existentes, e aumentar desse modo os depósitos. Eles não precisam depender de empresas para pedir empréstimos comerciais, nem para vender novas emissões de títulos. A razão para o excesso de reservas será, portanto, encontrada nos bancos.

Numa época de depressão e de crise financeira, os bancos ficarão relutantes em emprestar ou em investir, (a) para evitar colocar em risco a confiança de seus consumidores; e (b) para evitar o risco de emprestar para empreendimentos que não cumpram seus compromissos, ou de investir neles. A política de dinheiro barato artificial em 1932 reduziu enormemente as taxas de juros como um todo, e assim incentivou ainda mais os bancos a não fazerem empréstimos nem investimentos. Exatamente quando o risco aumentava, o *incentivo a assumir riscos* – o retorno prospectivo

---

[23] Lauchlin Currie, *The Supply and Control of Money in the United States* (2ª. ed., Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1935), p. 116.

em juros – estava sendo reduzido pela manipulação do governo. E, como observamos acima, não podemos negligenciar o efeito assustador da onda de falências bancárias. Durante a década de 1920, era comum que num ano 700 bancos falissem, com um total de depósitos em US$ 170 milhões. Em 1930, 1350 bancos faliram, com um total de depósitos de US$ 837 milhões; em 1931, 2293 bancos faliram, com depósitos de US$ 1,690 bilhão; e, em 1932, 1453 bancos faliram, com US$ 706 milhões em depósitos. Esse enorme aumento nas falências bancárias era suficiente para gerar hesitação em qualquer banco – sobretudo quando os banqueiros sabem intimamente que banco nenhum (excluindo o banco inexistente ideal 100%) jamais poderia resistir a uma corrida determinada. Por conseguinte, os bancos permitiram que seus empréstimos comerciais diminuíssem, sem aumentar seus investimentos.

Assim, o governo Hoover seguiu uma política inflacionária gigantesca de março até julho de 1932, elevando as reservas controladas em US$ 1 bilhão por meio da compra de títulos do governo por parte do Fed. Se todos os demais fatores tivessem permanecido constantes, e os bancos tivessem emprestado ao máximo, a oferta monetária teria subido de mais abrupta e desvairada em mais de US$ 10 bilhões durante aquele período. Em vez disso, e felizmente, a política inflacionária foi invertida e derrotada. Quem a derrotou? Os estrangeiros, que perderam a confiança no dólar, parte por causa desse programa, e retiraram ouro; os cidadãos americanos, que perderam a confiança nos bancos, e transferiram seus depósitos para notas do Federal Reserve; e, por fim, os banqueiros, que se recusaram a assumir ainda mais riscos, e ou usaram o aumento de recursos para pagar dívidas com o Federal Reserve, ou permitiram que ele se acumulasse nos cofres. E assim, felizmente, a inflação do governo foi transformada em deflação pelas políticas do publico e dos bancos, e a oferta monetária caiu US$ 3,5 bilhões. Como veremos ainda posteriormente, a economia americana atingiu o ponto mais baixo da depressão em 1932 e em 1933, e ainda assim ela começava a reerguer-se em meados de 1932. Não é exagerado acreditar que a considerável *deflação* de julho de 1931 a julho de 1932, que chegou a US$ 7,5 bilhões em moeda em poder do público e em depósitos, ou 14%, tenha sido parcialmente responsável pelo reerguimento do meio do verão.[24]

O grande aumento nas reservas bancárias veio na segunda metade de 1932, quando as reservas subiram de US$ 2,05 bilhões para US$ 2,51 bi-

[24] A fim de manter nossa perspectiva da contração monetária do período de 1929–1932, que costuma ser referida com inquietação, devemos lembrar que a oferta monetária total caiu de US$ 73,3 bilhões em junho de 1929 para US$ 64,7 bilhões ao fim de 1932, uma queda de só 11,6%, ou de 3,3% por ano. Compare-se essa taxa com o aumento inflacionário de 7,7% por ano durante o *boom* da década de 1920.

lhões, ou em US$ 457 milhões. Contudo, esse aumento não foi causado pela compra de títulos do FRB, porque o governo Hoover havia àquela altura parado de comprá-los, tendo percebido que estava conseguindo pouco ou nada. Com o *fim* da inflação de Hoover, o estoque de ouro se inverteu, e a moeda em circulação chegou até mesmo a cair, violando seu padrão sazonal habitual. Nesse segundo período, as reservas controladas aumentaram US$ 165 milhões; e as reservas não-controladas, em US$ 293 milhões: principalmente o estoque de ouro, que aumentou US$ 539 milhões. A oferta monetária, porém, permaneceu praticamente constante, com o total de moeda em poder do público e de depósitos bancários chegando a US$ 45,36 bilhões ao fim do ano. Em suma, na segunda metade de 1932, o ouro correu para dentro dos Estados Unidos, e a moeda em circulação também caiu.

O público, portanto, não ajudava mais a combater a inflação. Diante do grande e rápido aumento no estoque de ouro, o governo não fez nada, quando deveria ter esterilizado o aumento contraindo a oferta monetária e vendendo parte de seus tantos títulos entesourados. Diante do grande aumento de reservas, portanto, os banqueiros outra vez vieram resgatar monetariamente o país acumulando um excesso ainda maior de reservas, e também reduzindo parte da dívida com o Fed. Currie estima que, no quarto trimestre de 1932, o excesso de reservas havia dobrado, chegando a 20.3% do total de reservas bancárias.

O professor Seymour Harris, escrevendo nas profundezas da depressão em uma época em que ele era um cauteloso moderado, admitiu que o fracasso da política inflacionista do Federal Reserve poderia dever-se ao fato "de que a liquidação não foi ainda suficiente". Além disso, acrescentou, os defensores da moeda sólida que criticavam o governo poderiam estar certos, e poderia ser que as grandes compras de mercado aberto de títulos de 1930 a 1932 "tenham retardado o processo de liquidação e de redução de custos, e portanto acentuado a depressão"[25]. Precisamente.

Se os planos inflacionistas de Hoover foram frustrados pelos estrangeiros, pelo público e pelos bancos, o presidente não se permitiu ficar parado diante desses obstáculos. Quanto aos estrangeiros, pouco havia que ele pudesse fazer, exceto induzir o Congresso a aprovar o Glass-Steagall Act para conseguir mais margem para a expansão doméstica. Em comparação com muitos outros, Hoover era um inflacionista apenas moderado, e não queria sair do padrão ouro. Quanto ao público, porém, muito havia que Hoover poderia fazer. Vendo a moeda em circulação aumentar US$

[25] Seymour E. Harriss, *Twenty Years of Federal Reserve Policy* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1933), vol. 2, p. 700. Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization*, vol. 5, pp. 720–21.

800 milhões em 1931, Hoover coordenou uma denúncia histérica contra o "entesouramento dos traidores". "Entesouramento", é claro, significava que os indivíduos preferiam resgatar sua própria propriedade, pedindo aos bancos que transformassem seus depósitos no dinheiro que os bancos haviam prometido ter disponível para o resgate.

É característico das depressões que, por causa da natureza intrinsecamente fraudulenta do sistema bancário comercial, qualquer tentativa por parte do público de resgatar sua propriedade dos bancos há de causar pânico tanto nos bancos quanto no governo. E assim, em 3 de fevereiro, Hoover organizou uma campanha anti-entesouramento, liderada por uma certa Citizens' Reconstruction Organization [Organização de Reconstrução dos Cidadãos] (CRO), presidida pelo coronel Frank Knox, de Chicago. O entesourador é antipatriota, diziam os gritos; ele restringe e destrói o crédito (isso é, ele denuncia a natureza insustentável do crédito que foi concedido contra seus interesses e que destrói sua propriedade). Um grupo de patriotas Anti-Entesouramento de alto escalão fez um encontro em 6 de fevereiro para organizar a campanha: entre os presentes, estavam o general Dawes, Eugene Meyer, os secretários Lamont e Mills, A. F. Whitney, Alvanly Johnston, e o industrial Magnus Alexander. O CRO instou os entesouradores a investir em títulos de curto prazo do Tesouro, isso é, a fazer investimentos improdutivos em vez de produtivos. Em 6 de março, Hoover fez um discurso público sobre os males do entesouramento: "a frente de batalha hoje é contra o entesouramento da moeda". O entesouramento havia reduzido os preços e as rendas, e restringido o crédito; ele estrangula nossa vida cotidiana. "Ninguém negará que se as vastas somas de dinheiro entesouradas hoje neste país fossem postas em circulação haveria uma grande elevação do nosso progresso econômico como um todo." Hoover então elogiou o coronel Knox por sua "grande batalha contra… o povo americano, e convocou todos a servir protegendo o lar americano." Talvez Hoover esteja correto ao dar crédito à campanha de Knox porque o "entesouramento" em nenhum momento aumentou muito durante 1932; ele atingiu um pico de US$ 5,44 bilhões em julho, e nunca passou disso até as crises bancárias de fevereiro de 1933. Mas, se Hoover está correto, o elogio não é a recompensa adequada. Porque isso significa que a liquidação bancária foi adiada por mais um ano, e que a crise bancária final intensificou-se, e também significa que o público não teve enfim a oportunidade de descobrir por si a grande verdade da natureza do sistema bancário.

Os bancos também tiveram sua cota da ira de Hoover por sua falta de inclinação para expandir-se naqueles tempos complicados. O *New York Times* registrou em 20 de maio que Hoover estava "perturbado com a aparente falta de cooperação dos bancos comerciais do país na campanha pela expansão do crédito". Em suma, "os bancos não repassaram os benefícios das medi-

das de alívio a seus consumidores". A raiva das autoridades inflacionistas diante da cautela dos bancos foi exemplificada na arrogante declaração de Atlee Pomerene, presidente da RFC: "Agora… e estou medindo minhas palavras, o banco que tem 75% de liquidez e recusa-se a fazer empréstimos quando há a devida segurança, nas circunstâncias atuais, é um parasita da comunidade." E Hoover certamente tinha feito o máximo para atiçar a expansão do crédito bancário. Foi ele quem induziu o Congresso a aprovar o Glass-Steagall Act, e foram ele e Meyer que conduziram as compras de mercado aberto de US$ 1 bilhão. Após a aprovação do Glass-Steagall Act e da criação da RFC, Hoover proclamou que elas "fortaleceriam toda a nossa estrutura de crédito e abririam os canais do crédito, permitindo que os bancos atendam mais adequadamente as necessidades" do público. Em 19 de maio, Hoover tentou cutucar os bancos pedindo ao secretário Mills que organizasse os banqueiros e os empresários para que usassem o crédito excedente disponibilizado pelas compras do Federal Reserve. Foi estabelecido um comitê na cidade de Nova York para esse fim; nele havia homens como Owen D. Young, seu presidente; Walter S. Gifford, da AT&T; Charles E. Mitchell, do National City Bank; Alfred P. Sloan, Jr., da General Motors; e Walter C. Teagle, da Standard Oil. No dia seguinte, 20 de maio, Hoover emitiu um comunicado à imprensa apoiando esse comitê, e esperando que a nação também lhe desse seu apoio. O Comitê Young tentou organizar um cartel para estimular os preços de títulos, mas o comitê não conseguiu quase nada, e a ideia morreu.

A campanha inflacionária

É então de maneira bastante justificada que Herbert Hoover viria a declarar anos depois: "após chegar à presidência, quase todos os apoios de crédito de Roosevelt vinham das nossas medidas". Apesar de sua intervenção e de seu inflacionismo, porém, Hoover se considerava austero em comparação a alguns planos loucamente inflacionistas que enchiam os ares de 1932. O bloco da prata, por exemplo, ampliou sua campanha por uma conferência internacional para a elevação e estabilização do preço da prata. Agora eles haviam acrescentado propostas para sistemas bimetálicos. Apoiavam esses esforços os senadores King, Smoot e Borah, dos estados montanhosos, a Câmara Internacional de Comércio, e a American Federation of Labor. O senador Burton K. Wheeler (Democrata, de Montana) apresentou um projeto de lei bimetalista com o velho grito de guerra de 16 para 1, e não surpreendia que seu colaborador fosse William Jennings Bryan, Jr. A Associação Bimetálica foi formada para dar apoio a esse projeto de lei em fevereiro, e ela também era defendida pela Natio-

nal Farmers' Union [União Nacional dos Fazendeiros], de esquerda. Um dos líderes articulados do bloco de subsídio à prata era René Leon, que se tornou assessor do Comitê de Orçamento da Câmara, e que induziu o Comitê a sugerir a conferência internacional. Nenhuma das propostas foi aprovada em nenhuma das casas do Congresso.

Nesse ínterim, cada vez mais economistas e políticos estavam defendendo a expansão do crédito, uns como meio de "re-inflacionar" o nível de preços para que voltasse aos níveis de antes da depressão. Era curioso que os estabilizacionistas do nível de preços, liderados por Irving Fisher, a quem já discutimos anteriormente, não quisessem mais a mera estabilização: eles também queriam re-inflacionar o nível de preços para que voltasse aos níveis de antes da depressão, e só *então* estabilizá-los. Prova melhor não há de que esses economistas sempre foram primeiro inflacionistas, e só depois estabilizacionistas. Norman Lombard e a Stable Money Association continuavam pedindo a estabilização; antes de acabar, ela ajudou a iniciar e foi suplantada pelo poderoso Committee for the Nation [Comitê para a Nação], francamente dedicado à re-inflação, e que teve grande influência no abandono do padrão ouro pelo país em 1933–34. O Committee for the Nation foi fundado por Frank A. Vanderlip, estabilizacionista veterano e ex-presidente do National City Bank of New York, e por James H. Rand, Jr., presidente da Remington Rand Company. Outras pessoas que cooperaram na fundação do Comitê ao fim de 1932 foram Vincent Bendix, o general Robert E. Wood da Sears–Roebuck, Magnus W. Alexander, do National Industrial Conference Board, Fred H. Sexauer, líder agrícola, E. L. Cord, e Frederic H. Frazier, presidente da General Baking Company. Quando o Committee for the Nation estabeleceu-se formalmente em janeiro de 1933, seu secretário executivo era Edward A. Rumely, e outro de seus líderes era Lessing J. Rosenwald.

Os esforços inflacionistas no Congresso durante esses anos incluíram: o projeto de lei do deputado Wright Patman para um bônus para os soldados dado com moeda fiduciária de curso forçado (comentado anteriormente); o plano do senador Walsh para a moeda fiduciária de curso forçado; o plano do deputado Burtness (Dakota do Norte) para "estabilizar o poder de compra da moeda" e outro projeto de lei para "elevar o nível de preço das *commodities* ao ponto do endividamento e então estabilizá-lo". O projeto de Burtness foi apresentado em dezembro de 1931, e, no mesmo mês, o deputado Christian Ramseyer de Iowa apresentou uma lei para "restaurar e manter o nível dos preços do atacado", ordenando o Federal Reserve a inflacionar os preços para que voltassem a seus níveis de 1926. Um projeto similar foi apresentado pelo deputado Kent Keller, de Illinois.

O mais importante projeto inflacionista foi apresentado ao Comitê

para os Bancos e para a Moeda do Congresso em março de 1932. A Goldsborough Bill dava ao Federal Reserve System o dever de re-inflacionar para voltar aos níveis de preços de antes da depressão e então estabilizá-los; o Fed também teria o poder de elevar ou de reduzir o peso em ouro do dólar quando achasse necessário, uma referência ao velho plano do "dólar compensado" de Irving Fisher. Defendendo a Goldsborough Bill nas audiências estavam: Edward A. O'Neal, presidente da Farm Bureau Federation, que havia estabelecido um Comitê para a Estabilização da Unidade de Valor, para re-inflacionar o nível de preços; Louis J. Taber, da National Grange; e John A. Simpson da National Farmers' Union, todos os quais duvidavam de que o projeto de lei fosse longe o suficiente; Henry A. Wallace, o ex-senador Robert L. Owen; o professor Willford I. King, que também queria que o projeto fosse mais longe; Alvin T. Simonds, presidente da Simonds Saw and Steel Company; o coronel Malcolm C. Rorty; W. C. Hushing, da American Federation of Labor; o professor Irving Fisher; e George H. Shibley. A Câmara assustou o governo e a opinião conservadora ao aprovar a Goldsborough Bill em 2 de maio pela maioria avassaladora de 289 contra 60. Os estabilizacionistas haviam chegado ao auge. A Associação Mercantil de Nova York atacou fortemente o projeto , e a *Commercial and Financial Chronicle* – que foi uma porta-voz da moeda sólida durante a década de 1920 – , em sua edição de 7 de maio, atacou tanto a Goldsborough Bill quanto as autoridades do Federal Reserve que se lhe opunham:

> Parece inútil tentar refutar tolices como aquelas representadas pela Goldsborough Bill, quando nossos legisladores perderam todo bom senso e toda razão, e a única esperança é que o movimento possa ser definitivamente controlado antes que chegue longe demais. Lamentamos dizer que as autoridades do Federal Reserve merecem ao menos parte da culpa por terem inculcado as doutrinas inviáveis que ora encontram tanta aceitação na política do Federal Reserve de amplas compras dos Títulos do Governo dos Estados Unidos.

As autoridades do Federal Reserve se opunham fortemente à Goldsborough Bill (que agora era Fletcher Bill) no Senado. O melhor desses antagonistas era o doutor Adolph C. Miller, que persuasivamente afirmou que uma tentativa de re-inflação só faria agravar qualquer depressão. Miller disse que se o Federal Reserve estivesse operando sob essa lei na década de 1920, a depressão agora seria ainda pior do que é. O projeto de lei foi derrubado no comitê graças aos esforços do secretário Mills e do senador Glass.

Igualmente fazendo campanha pela inflação estavam os professores Commons, Edie, Friday, Kemmerer, Persons e Rogers, o coronel Leonard

P. Ayres, o padre Charles Coughlin, o corretor Robert M. Harriss e o doutor Ivan Wright. Donald Richbert insistiu em empréstimos emergenciais aos desempregados. Sem dúvida os mais desvairados de todos os planos monetários eram aqueles que imaginavam apoio federal para algum sistema separado de *escambo* entre os desempregados. Aqui, enfim, os planos absurdos dos estatistas e dos inflacionistas haviam chegado ao ápice; uma retirada praticamente consciente da economia monetária civilizada, e um passo para o retorno ao primitivo mundo do escambo.

É particularmente chocante que muitos economistas famosos, sem dúvida desconcertados pela depressão, tenham emprestado seus nomes a planos de escambo. O professor Frank D. Graham, da Universidade de Princeton, bolou um plano complexo para uma Emergency Employment Corporation [Corporação do Emprego Emergencial] (EEC), a ser estabelecida pelo governo federal, para dar emprego aos desempregados na produção de bens de consumo, em troca por cédulas temporárias a ser emitidas pela EEC.[26] Planos similares foram sugeridos pelo professor Willford I. King da Universidade de Nova York, e por Howard O. Eaton da Universidade de Oklahmoa. Por fim, todo um grupo de economistas, liderado pelo professor J. Douglas Brown, diretor da seção de relacionamentos industriais da Princeton University, e ex-membro do Comitê Presidencial Emergencial para o Emprego, assinou uma petição por ajuda federal e estadual para o estabelecimento de sistemas de escambo, em que os desempregados produziriam para seu consumo *próprio*, fora da economia civilizada de mercado.[27]

---

[26] Ver Frank D. Graham, *The Abolition of Unemployment* (1932), e Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization*, vol. 5, pp. 720–21.

[27] Já instrutivo registrar os nomes e as afiliações dos mais proeminentes significatívos dessa bobagem monumental. Ei-los:

Willard E. Atkins, New York University
Frank Aydelotte, Presidente do Swarthmore College
C. Canby Balderston, Universidade da Pensilv√¢nia
George E. Barnett, Johns Hopkins, Presidente da American Economic Association
John Bates Clark, Universidade de Columbia
Miss Joanna C. Colcord, The Russell Sage Foundation
Morris A. Copeland, Universidade de Michigan
Paul H. Douglas, Universidade de Chicago
Howard O. Eaton, Universidade de Oklahoma
Frank Albert Fetter, Universidade de Princeton
Frank Whitson Fetter, Universidade de Princeton
Irving Fisher, Universidade de Yale
Walton H. Hamilton, Universidade de Yale
Paul U. Kellogg, Editor da Survey Graphic
Willford I. King, New York University
William M. Leiserson, Antioch College
Richard A. Lester, Universidade de Princeton
Harley Leist Lutz, Universidade de Princeton
James D. Magee, New York University
Otto Tod Mallery
Broadus Mitchell, Universidade Johns Hopkins
Sumner H. Slichter, Universidade de Harvard
Charles T. Tippetts, Universidade de Buffalo
Jacob Viner, Universidade de Chicago
Charles R. Whittlesey, Universidade de Princeton
Joseph H. Willits, Decano da Wharton School, Universidade da Pensilvania
Leo Wolman, Universidade de Columbia

Há uma dura lição de como o país estava sendo governado no fato de que, entre os signatários, Mallery, Willits e Wolman fossem membros do Comitê Emergencial para o Emprego de Hoover; Willits era assessor do comitê estadual de desemprego da Pensilvânia; Leiserson era presidente da Comissão Estadual de Ohio para o Seguro-Desemprego; Douglas havia sido assessor técnico do Comitê de Assistência ao Desemprego do Estado de Nova York; e Graham havia sido assessor do Federal Farm Board.[28]

No mês de janeiro de 1932, dois importantes grupos de economistas deram sua bênção a um programa ainda mais inflacionário – ainda que não tivessem chegado tão longe a ponto de propor o escambo ou as cédulas temporárias. O doutor Warren M. Persons, ex-professor da Universidade de Harvard, preparou uma declaração dizendo que havia "um consenso geral" entre os economistas a respeito de dois passos – a expansão do crédito por parte do Federal Reserve, em colaboração com os bancos comerciais, e a aprovação da RFC, ainda pendente. Entre os signatários da declaração de Persons estavam Thomas Nixon Carver, John Maurice Clark, John R. Commons, Paul H. Douglas, Irving Fisher, David Friday, Jacob Hollander, Virgil Jordan, Edwin W. Kemmerer, o padre John A. Ryan, Edwin R. A. Seligman, Frank W. Taussig e Henry A. Wallace.[29]

Uma das mais importantes expressões do pensamento monetário e fiscal dos economistas na depressão foi uma conferência de alguns dos principais economistas do país em janeiro de 1932, na Universidade de Chicago, sob a égide do Institute on Gold and Monetary Stabilization [Instituto do Ouro e da Estabilização Monetária][30]. O encontro de Chicago foi amplamente divulgado, o que era de se esperar. Vinte e quatro economistas ali reunidos recomendaram o seguinte ao presidente Hoover: (1) aquilo que veio a se tornar o Glass-Steagall Act; (2) uma campanha sistemática do FRB de compra de títulos de mercado aberto; (3) ajuda da

---

[28] *New York Times* (16 de janeiro de 1933): 23. O movimento de escambo já havia sido tentado em níveis municipais, e, é claro, havia fracassado terrivelmente, fato que quase sempre leva os ideólogos a insistir que o mesmo plano seja imposto de maneira coercitiva pelo governo federal. O movimento de escambo como cooperativa local nasceu com a Unemployed Citizens' League [Liga dos Cidadãos Desempregados] em julho de 1931, e logo chegou a mais da metade dos estados. Todos fracassaram rapidamente. Outros "movimentos de cédulas temporárias" similares logo fracassaram, após cada emissão da cédula supostamente milagrosa. A mais destacada bolsa de cédulas foi a Emergency Exchange Association [Associação da Bolsa Emergencial] de Nova York, exuberantemente organizada por Stuart Chase e por outros intelectuais e profissionais. Ver Dorfman, *The Economic Mind in American Civilization*, vol. 5, pp. 624–25, 677.

[29] Ibid., pp. 675–76.

[30] Ver Quincy Wright, ed., *Gold and Monetary Stabilization* (Chicago: University of Chicago Press, 1932).

RFC a bancos com ativos que não se qualificassem; (4) a manutenção de um programa de obras públicas; (5) o auxílio federal ao desemprego; e (6) a redução das tarifas. Com a exceção do último item, o presidente Hoover, como vimos, adotou cada uma dessas propostas inflacionárias e intervencionistas. Parte da responsabilidade pelo programa de Hoover e por seu agravamento da depressão cabe portanto a esses eminentes conselheiros que o guiaram de maneira tão incorreta.[31]

Infelizmente, esses distintos economistas não deram atenção às palavras de dois palestrantes da conferência, que muito enfaticamente não assinaram a declaração. Um deles foi o professor H. Parker Willis, que outra vez mostrou-se profético em seus ataques à política inflacionária que o Fed, durante a depressão, seguira no passado e que, poder-se-ia estimar, seguiria no futuro. Willis observou que a política de dinheiro barato no fim de 1929 e em 1931 tinha feito com que o ouro perigosamente fluísse para o exterior, levando portanto a uma perda de confiança no dólar e a falências bancárias, que acentuaram a perda de confiança. Ele avisou que qualquer programa de compra de títulos poderia efetivamente elevar os preços, mas qualquer passo desse tipo no momento atual significaria simplesmente um agravamento das dificuldades existentes, porque já estamos sobrecarregados com obras de construção e com capital fixo que provavelmente não serão usados tão cedo.

Em suma, os mal-investimentos ruinosos apenas se agravariam. O padrão ouro também ficaria seriamente em risco. Em suma, a inflação e o dinheiro barato retardam "o progresso rumo ao restabelecimento de um sistema… sólido de preços e de valores". Willis corajosamente pediu que o Federal Reserve adotasse a política de abster-se de interferir.[32]

A outra contribuição digna de nota à conferência foi dada pelo professor Gottfried von Haberler, que à época era seguidor de Ludwig von

---

[31] H. Parker Willis, "Federal Reserve Policy in Depression", em Wright, ed., *Gold and Monetary Stabilization*, pp. 77–108.

[32] O grupo de economistas:

James W. Angell
Garfield V. Cox
Aaron Director
Irving Fisher
Harold D. Gideonse
Alvin H. Hansen
Charles O. Hardy
Frank H. Knight
Arthur W. Marget
Harry A. Millis
Lloyd W. Mints
Harold G. Moulton
Ernest M. Patterson
C.A. Phillips
Henry Schultz
Henry C. Simons
Charles S. Tippetts
Jacob Viner
C.W. Wright
Ivan Wright
Theodore O. Yntema

Mises. Haberler apresentou, talvez pela primeira vez na história dos Estados Unidos, a teoria de Mises do ciclo econômico.[33] Ele observou que a teoria monetária tradicional do ciclo econômico enfatizava a estabilidade do nível de preços, atacando a queda de preços enquanto remédio para a depressão. Essas eram as doutrinas de Fisher, de Cassel e de Hawtrey. O nível de preços, porém, é um guia enganoso, porque a expansão do crédito também tem uma influência fundamental na estrutura de produção. Além disso, as teorias do nível de preços equivocam-se ao não distinguir uma queda nos preços devida a uma contração monetária, e uma queda devida a uma redução de custos advinda de aumentos na produtividade. Em 1924–1929, continuou Haberler, houve um grande aumento na produção, mas os preços das *commodities* no atacado permaneceram estáveis, porque o volume de moeda aumentou.[34] Essa inflação trouxe a depressão subsequente. Primeiro ela alongou o período de produção, porque os juros foram reduzidos artificialmente à medida que o crédito se expandiu. A depressão subsequente, continuou Haberler, é o ajuste necessário e a interrupção desses processos mais longos, e a restauração das antigas proporções entre consumo e investimento. Por conseguinte, é preciso que ocorram as transferências de capital e de trabalho antes que se possa chegar à recuperação. Os “charlatães… que pregam medidas inflacionárias”, acusava Haberler, não consideram o deslocamento real de recursos produtivos. Mais inflação pioraria as coisas ao criar uma desproporção artificial ainda maior entre bens de consumo e bens de produção. O pior passo seria “um fortalecimento unilateral do poder de compra do consumidor, porque foi precisamente esse aumento desproporcional da demanda por bens de consumo que precipitou a crise”.[35]

[33] Gottfried von Haberler, “Money and the Business Cycle”, em ibid., pp. 43–74.

[34] Ao falar na mesma conferência, o professor John H. Williams admitiu que, para a década de 1920, “Pode-se dizer que, apesar da expansão do crédito, os preços caíram, e aliás como deveriam. Foi com essa base que os economistas austríacos previram a depressão.” John H. Williams, “Monetary Stabilization and the Gold Standard”, em ibid., p. 149. Williams também não assinou a declaração geral.

[35] Outra expressão de um sentimento em favor de uma moeda sólida, ainda que certamente não tão penetrante quanto a de Haberler, veio mais tarde naquele ano, em setembro. Um grupo de economistas emitiu uma declaração, atacando a inflação ou qualquer abandono do padrão ouro, pedindo um orçamento equilibrado com impostos e gastos menores em vez de impostos maiores, atacando os estímulos dados pelo governo a posições corporativas insustentáveis que deveriam ser rapidamente liquidadas, e atacando os experimentos de Hoover com os estímulos de preços de produtos agrícolas. Eles observavam que os benefícios da inflação eram meramente ilusórios e que ela apenas beneficia, de maneira perturbadora, um grupo às custas de outro, e que portanto não poderia ajudar a curar a depressão. Eles também insistiam em reduções de tarifas, e no corte dos salários dos funcionários públicos, cujos salários infelizmente permaneciam os mesmos, ainda que a renda de quem pagava imposto tivesse caído. Porém, fugiam da solidez suas propostas de um sistema federal de trocas de emprego, sinais de favorecimento do seguro desemprego, e a aceitação da continuidade da RFC, de programas de assistência, e de expedientes temporários para frear a deflação. Entre os signatários havia economistas financeiros como W.W. Cumberland, Lionel D. Edie, Leland Rex Robinson, Alexander Sachs, Rufus S. Tucker e Robert B. Warren, e economistas acadêmicos como Theodore E. Gregory, da London School

A guerra de Hoover contra o mercado de ações

Durante 1932, o presidente Hoover intensificou muito sua guerra de um homem só contra o mercado de ações, particularmente contra os vendedores a descoberto, a quem ele ingênua e absurdamente insistia em culpar pela queda nos preços de ações. Hoover esquecia que altas e baixas sempre acontecem, e que para cada aposta de baixa tem de haver uma de alta que a contrabalance, e também esqueceu que a especulação acalma as flutuações e facilita o movimento rumo ao equilíbrio. Em 16 de fevereiro, Hoover convocou os líderes da Bolsa de Valores de Nova York e ameaçou-os com a coerção governamental caso ela não agisse contra os "derrubadores", os vendedores a descoberto. A Bolsa tentou cumprir a ordem, mas não da maneira agressiva que Hoover esperava, e ele disse estar insatisfeito.

Tendo avisado a Bolsa de que poderia haver uma investigação parlamentar, Hoover induziu o Senado a investigá-la, ainda que admitisse que o governo federal não tinha jurisdição constitucional sobre uma instituição puramente do estado de Nova York. O presidente usou de contínua pressão para iniciar a investigação daquilo que ele chamava de "sinistras" "baixas sistemáticas", "conluios malignos… que empurram para baixo" os preços de títulos, "lucrando deliberadamente com as perdas dos outros". Além dessa retórica demagógica, as limitações constitucionais pareceram realmente pálidas. O secretário de Comércio Lamont protestou contra a investigação, assim como muitos banqueiros de Nova York, mas Hoover não foi dissuadido. Ao responder aos banqueiros de Nova York, Hoover usou alguma bola de cristal misteriosa para afirmar que os preços atuais dos títulos não representavam "valores verdadeiros". O mercado de ações malvadamente insistia em julgar as ações de acordo com seus rendimentos, um critério útil que Hoover parecia considerar vagamente traiçoeiro:

> empurrar os preços a uma base de rendimentos por meio da óbvia manipulação do mercado e da propaganda de que os valores deveriam basear-se nos rendimentos no fundo de uma depressão é um insulto ao país e ao público investidor.

Em vez disso, o público deveria "estar disposto a investir com base no futuro dos Estados Unidos".

---

of Economics, Edwin W. Kemmerer, de Princeton, Roswell C. McCrea, decano da Columbia School of Business, A. Wellington Taylor, decano da NYU School of Business Administration. "Prosperity Essentials," *Barron's* (26 de setembro de 1932).

A persistente calúnia de Hoover sobre a "podridão" do mercado de ações finalmente deu fruto na investigação do Senado que levou à renúncia de Albert Wiggin, do Chase National Bank, e que chantageou o mercado de ações de modo geral – com efeitos negativos claríssimos na confiança econômica. O mercado de ações, graças à intimidação, foi levado a restringir a venda a descoberto, e Hoover chegou a propor mais controles do mercado de ações, antecipando a futura Securities and Exchange Commission [Comissão de Valores Mobiliários] (SEC); incluindo prospectos compulsórios de ações, o aumento da responsabilidade dos promotores, e regras do Congresso para o câmbio de títulos. Não admira que Hoover depois tenha tido uma atitude decididamente benigna em relação à SEC do *New Deal*.

O Home Loan Bank System [Sistema Bancário de Empréstimos Habitacionais]

Lembramos que o presidente Hoover queria estabelecer um grandioso banco de descontos de hipotecas que incluísse todas as instituições financeiras, mas a rejeição do plano pelas companhias de seguros forçou-o a limitar a cobertura compulsória das associações de construção e crédito. O Federal Home Loan Bank Act foi aprovado em julho de 1932, estabelecendo 12 bancos distritais regidos por um Federal Home Loan Bank Board [Conselho Bancário Federal de Empréstimos Habitacionais] de maneira similar à do Federal Reserve System. O Tesouro entrou com um capital de US$ 125 milhões, subsequentemente transferido à RFC. Hoover reclamou que o Congresso mutilou seu programa ao limitar as hipotecas descontadas a 50% do valor, ao passo que Hoover queria que elas fossem descontas em até 80% do valor. Em Agosto, Hoover montou comitês nacionais da indústria e do comércio para ajudar as pequenas empresas e para incentivar o uso do novo sistema. Dirigindo-se a uma conferência desses comitês em 26 de agosto, o presidente proclamou a necessidade de coordenar a ação individual com a atividade governamental a fim de ajudar na recuperação, e de "dar a vocês a oportunidade de organizar-se para agir".

O novo Home Loan Bank System demorou um pouco para iniciar suas atividades, abrindo formalmente em 15 de outubro, e só começando a fazer empréstimos em dezembro. No começo de 1933, o total de empréstimos consistia num saldo devedor de apenas US$ 838 mil, mas em março todos os bancos distritais estavam operando, e o total chegou a quase US$

94 milhões ao fim do ano.[36]

A lei de falências

Outra parte da mensagem de Hoover anunciando o *New Deal* em 1932 que finalmente deu frutos foi a emenda da lei federal de falências no sentido de enfraquecer os direitos de propriedade dos credores. Se fosse para existir qualquer lei de falência, em que o devedor fosse sumariamente desobrigado de boa parte das obrigações em que ele mesmo incorreu (o que em si é altamente duvidoso, a menos que credor e devedor tenham de antemão especificado em contrato esse perdão), então certamente um mínimo de justiça para com o credor permitiria que ele tomasse os ativos do devedor. Mas o presidente Hoover achava que até isso era excessivo, e em suas mensagens anuais de 1932 e de 1933, insistiu em emendas que enfraquecessem os direitos do credor. Essas importantes inovações foram debatidas no Congresso, e só foram aprovadas para *indivíduos* em 1 de março de 1933, e assinadas por Hoover em um de seus últimos atos como presidente. O Congresso não aprovou mudanças similares para empresas até o advento do *New Deal* de Roosevelt.

As emendas agora permitiam que uma maioria de credores, em quantidade e em número, aceitassem acordos preferidos pelos devedores insolventes para estender o tempo de pagamento sem que estes se separassem de "seus" ativos. O resultado foi que uma minoria de credores que queriam o resgate imediato de sua legítima propriedade agora viram seus legítimos direitos surrupiados. Se deve haver qualquer espécie de votação por maioria entre credores (e isso parece peculiar, porque os credores individuais não puderam dizer nada originalmente a respeito de quanto crédito seria tomado emprestado, ou de quem), então certamente o único caminho legítimo é imediatamente entrar em falência, e cada credor obter sua devida cota individual dos ativos do devedor. Se não for assim, o credor minoritário está sendo espoliado, e passa a possuir praticamente nada.

O sentimento pró-devedor era exemplificado pelo *Business Bulletin* da Cleveland Trust Corporation, que pedia uma lei que "impedisse membros dissidentes de opor-se com sucesso" à "reorganização ordenada" das corporações. A mensagem de 1933 do presidente Hoover pedia a medida como "matéria da mais vital importância". Ela era necessária, aparentemente,

[36] Ver J. E. McDonough, "The Federal Home Loan Bank System", *American Economic Review* (dezembro de 1934): 668–85.

para esmagar "a obstrução de credores minoritários que se opõem a esses acordos na esperança de que o temor de ruinosas liquidações vá induzir ao pagamento imediato de seus direitos" – aparentemente, uma posição vagamente traiçoeira.[37] As mudanças na lei de falência enfrentaram a vigorosa oposição dos advogados de falência do país, que atacaram particularmente a criação de uma vasta burocracia de administradores de falência e de examinadores do departamento de Justiça, assim como a indevida interferência governamental nas relações entre devedores e credores.[38]

A luta contra a imigração

Sem se deixar intimidar por seu fracasso do ano anterior, Hoover outra vez fez pressões para que a imigração fosse legalmente suspensa na sessão de 1932, e o projeto de lei com a redução de 90% foi outra vez apresentado. Dessa vez a redução seria permanente, e não apenas temporária; o principal argumento era econômico. A AFL, a American Legion [Legião Americana] e diversas sociedades patrióticas defendiam o projeto, mas o deputado Dickstein (Democrata de Nova York) conseguiu segurar a lei no Comitê da Câmara. Por outro lado, leis de Dickstein para a admissão de mais parentes do que permitia o governo sofreram o ataque do Departamento de Estado, e ação nenhuma houve no Congresso, com um projeto de Dickstein sendo aprovado na Câmara, mas não no Senado.

Assim, Hoover não conseguiu transformar em lei a suspensão da imigração, mas atingiu praticamente o mesmo fim por meio de ordens administrativas, e, em sua campanha para a reeleição no outono, apontou com orgulho para sua realização, e preparou-se para continuar sua política anti-imigração até que a depressão acabasse.[39]

[37] As emendas de 1933 igualmente debilitaram os direitos de propriedade dos credores ferroviários. Sobre as mudanças na lei de falência, ver Charles C. Rohlfing, Edward W. Carter, Bradford W. West, e John G. Hervey, *Business and Government* (Chicago: Foundation Press, 1934), pp. 402–30.

[38] Sobre a oposição, ver Warren, *Herbert Hoover and the Great Depression*, p. 69.

[39] Robert A. Divine, *American Immigration Policy, 1924–1952* (New Haven, Conn.: Yale University Press, 1957), pp. 84–89.

XII

O fim do mandato de Hoover

O fato de que Hoover buscou a reeleição em meio à pior e mais profunda depressão na história americana, e diante de um desemprego sem precedentes, não reduziu a satisfação que ele sentia ao olhar para seu legado. Afinal, como ele disse em seu discurso de aceitação da candidatura à presidência:

> Poderíamos não ter feito nada. Isso teria sido a total ruína. Em vez disso, enfrentamos a situação com propostas às empresas privadas e ao Congresso, que traziam o mais gigantesco programa de defesa e de contra-ataque econômicos jamais produzidos na história da República. Nós o colocamos em ação.

Ninguém poderia acusá-lo de falta de firmeza na inauguração do vasto programa intervencionista:

> Governo nenhum em Washington até hoje considerou ter uma responsabilidade tão ampla em assumir a liderança nesses momentos… Pela primeira vez na história das depressões, os dividendos, os lucros e o custo de vida foram reduzidos antes que os salários sofressem.

Em St. Paul, ao fim de sua campanha, Hoover resumiu as medidas que havia tomado para combater a depressão: a elevação de tarifas, protegendo a agricultura e impedindo muito desemprego, a expansão do crédito por parte do Federal Reserve, que Hoover por alguma razão identificava com a "proteção do padrão ouro"; o Home Loan Banking System, que ofereceu capital de longo prazo às associações de construção e empréstimo e às caixas econômicas, e que permitiu que elas expandissem o crédito e suspendessem as execuções de hipotecas; os bancos de crédito agrícola, que fizeram empréstimos aos fazendeiros; os empréstimos da Reconstruction Finance Corporation (RFC) aos bancos, aos estados, à agricultura e às obras públicas; o espalhamento do trabalho para a prevenção do desemprego; o aumento da construção e das obras públicas; o fortalecimento dos Federal Land Banks; e, especialmente, a indução a que os empregadores mantivessem os salários. Os salários "foram mantidos até que o custo de vida tivesse diminuído e os lucros tivessem praticamente sumido. Hoje eles são os salários reais mais altos do mundo." Mas havia algum elo causal entre esse fato e a maior taxa de desemprego na história americana? Essa questão Hoover ignorava.

Hoover havia, de fato, “colocado a humanidade antes da moeda, sacrificando os lucros e os dividendos antes dos salários”, mas as pessoas achavam difícil subsistir ou prosperar só com a “humanidade”. Hoover observou que havia criado emprego para os desempregados, impedido as execuções de hipotecas, resgatado bancos, e “lutado para retardar a queda nos preços”. É verdade que “pela primeira vez” Hoover havia impedido um “ataque imediato aos salários como meio de manter lucros”, mas o resultado do enxugamento dos lucros e da manutenção dos salários artificiais foi uma depressão crônica, sem precedentes. Sobre a RFC, Hoover proclamou, como fez em relação ao resto de seu programa: “Nunca antes na história deste país foi desenvolvido nada que tenha feito tanto por aqueles que o senhor Coolidge adequadamente chamou de ‘homens e mulheres comuns’”. Contudo, após três anos desse cuidado benevolente, o homem comum estava pior do que nunca.

Hoover firmemente defendeu tarifas protecionistas durante sua campanha, e declarou que seu governo havia mantido com sucesso os preços de produtos agrícolas americanos acima dos preços mundiais, graças às tarifas sobre produtos agrícolas. Ele não parecia enxergar que esse aumento de preços reduzia a demanda americana por produtos agrícolas americanos. Ele celebrou o compartilhamento do trabalho sem perceber que ele perpetuava o desemprego, e falou orgulhosamente da expansão artificial da construção “além das necessidades atuais” por pedido seu em 1929–1930, sem perceber o mal-investimento e as perdas econômicas resultantes.

Enquanto dizia defender o padrão ouro, Hoover abalou gravemente a confiança do público no dólar e ajudou a incentivar a crise monetária subsequente ao revelar, no discurso com que abriu sua campanha, que o governo quase decidira abandonar o padrão ouro na crise de novembro de 1931 – afirmação calorosamente negada pelo senador conservador Democrata Carter Glass.

O espírito da política de Hoover foi talvez melhor resumido numa declaração pública feita em maio, antes de a campanha começar, em que ele usou um recurso que se tornaria bastante familiar aos americanos nos anos vindouros – a metáfora militar.

> A batalha para colocar nossa máquina econômica em movimento nessa emergência assume novas formas e demanda novas táticas de tempos em tempos. Usamos os poderes emergenciais para vencer a guerra; podemos usá-los para lutar contra a depressão.

Contudo, se o socialismo do *New Deal* era a lógica da política de Hoover, ela cuidadosamente só ia até certo ponto. Em St. Paul, ele avisou que havia ideias estranhas e radicais dominando o Partido Democrata: os planos de interferência na moeda, o projeto de lei das pensões, o dólar *commodity*, o projeto de lei clientelista, os planos para os bônus de veteranos e a emissão de mais de US$ 2 bilhões de dólares, os planos para obras sem propósitos, e uma campanha para um vasto programa de obras públicas de US$ 9 bilhões de dólares por ano. Hoover também merece o crédito por ter resistido à pressão de Henry Harriman, que insistiu que Hoover adotasse o Plano Swope para o fascismo econômico durante sua campanha, plano esse que logo daria fruto na National Recovery Administration (NRA).

O ATAQUE AOS DIREITOS DE PROPRIEDADE: O FRACASSO FINAL DA MOEDA

Como na maioria das depressões, os direitos de propriedade dos credores nas dívidas e nos títulos foram submetidos a ataques frequentes, em prol dos devedores que desejavam recusar impunemente o pagamento de suas obrigações. Vimos a campanha federal para reduzir as leis de falência. Os estados também tomaram parte no ataque aos credores. Muitos estados adotaram a moratória compulsória das dívidas no começo de 1933, e as vendas em leilões de processos de dívidas foram impedidas em Wisconsin, em Iowa, em Minnesota, em Nebraska e na Dakota do Sul. O governador Clyde Herring, de Iowa, pediu às companhias de seguros e de hipotecas que parassem de executar hipotecas. As companhias de seguros de vida protestaram, dizendo que já estavam sendo bastante lenientes, mas em muitas áreas os tribunais não queriam aplicar as hipotecas das companhias de seguros, permitindo que muitos mutuários arrogantemente se recusassem a pagar. O estado de Minnesota proibiu por muitos anos as execuções de hipotecas e de casas.[1]

O mais importante dos ataques à propriedade dos credores aconteceu durante a crise da moeda que marcou o fim do mandato de Hoover. Após a eleição, com a aproximação do novo mandato presidencial, as pessoas foram ficando cada vez mais apreensivas, e com toda razão, por causa das políticas monetárias do presidente que viria. Circulavam rumores sinistros a respeito do radicalismo dos assessores de Roosevelt, e de sua disposição para abandonar o padrão ouro. Por conseguinte, não apenas o "entesoura-

[1] Theodore Saloutos e John D. Hicks, *Agricultural Discontent in the Middle West, 1900–1939* (Madison: University of Wisconsin Press, 1951), p. 448.

mento" de ouro por parte dos estrangeiros ganhou ímpeto, mas também o entesouramento de ouro pelos cidadãos domésticos. Pela primeira vez na depressão, os cidadãos americanos começaram a perder a confiança no próprio dólar. A perda de confiança atingiu seu apogeu em fevereiro de 1933, um mês antes do início de mandato de Roosevelt. Naquele único mês, o estoque de ouro monetário caiu US$ 173 milhões, e a moeda em circulação aumentou fenomenalmente em US$ 900 milhões, reflexo da perda de confiança doméstica. A moeda em circulação chegou a US$ 5,4 bilhões ao fim de janeiro, e a US$ 6,3 bilhões ao fim de fevereiro. Desse aumento, US$ 700 milhões foram em notas do Federal Reserve, e US$ 140 milhões, em certificados de ouro e em moedas de ouro.

O Federal Reserve fez o que pôde para combater esse empuxo deflacionário nas reservas bancárias, mas suas medidas inflacionárias serviram apenas para diminuir ainda mais a confiança no dólar. Assim, só no mês de fevereiro, as Reservas Não-Controladas caíram US$ 1,089 bilhão. O FRS inflacionou enormemente suas Reservas Controladas: as notas descontadas mais do que dobraram, aumentando em US$ 308 milhões, as notas compradas multiplicaram-se dez vezes, aumentando em US$ 305 milhões, e US$ 103 milhões de títulos do governo americano foram comprados. No fim das contas, as reservas controladas aumentaram em US$ 785 milhões naquele mês; as reservas líquidas caíram US$ 305 milhões.

O impacto dessa queda na oferta monetária foi fortíssimo. O total de moeda em circulação e em depósitos passou de US$ 45,4 bilhões ao fim de 1932 para US$ 41,7 bilhões em meados de 1933. A oferta monetária total caiu de US$ 64,72 bilhões para US$ 61,61 bilhões ao longo de 1933, e toda essa queda, ou a maior parte dela, aconteceu na primeira metade do ano.[2] Uma medida mais sensível da mudança, os depósitos líquidos à vista e os depósitos a prazo nos bancos membros que faziam relatórios semanais em 101 cidades chegaram a US$ 16,8 bilhões em 22 de fevereiro, e caíram para US$ 14,1 bilhões em 8 de março. As falências bancárias explodiram nesse período. O número de falências de bancos comerciais aumentou de 1453 em 1932 para 4000 em 1933 (a maior parte das quais aconteceu no primeiro trimestre), e os depósitos nos bancos falidos aumentaram de US$ 706 milhões para US$ 3,6 bilhões no mesmo período.[3] Assim, apesar

[2] A contração monetária total de junho de 1929 até o fim de 1933 foi de 16%, ou de 3,6% por ano.

[3] Um comentário adequado sobre a questão de depósitos a prazo serem dinheiro é essa declaração de dois banqueiros de St. Louis:

> Na verdade, nós todos continuamos tratando nossas poupanças e nossos depósitos a prazo como depósitos à vista, e ainda fazemos isso… Ainda pagamos os depositantes de poupança à vista. É significativo que as fortes corridas aos bancos tenham sido engendradas por depo-

dos gigantescos esforços do Fed no começo de 1933 para inflacionar a oferta monetária, as pessoas resolveram agir por conta própria, e insistiram numa rigorosa deflação (estimada a partir do aumento da moeda em circulação) – e num rigoroso teste do sistema bancário do país, no qual eles haviam confiado.

A reação à insistência cada vez maior das pessoas em resgatar sua propriedade legítima, legalmente possuída, foi uma série de vigorosos ataques no direito de propriedade desferidos por um estado após o outro. Um por um, os estados decretaram "feriados bancários", permitindo assim que os bancos continuassem a funcionar ao mesmo tempo em que se recusavam a resgatar praticamente todos os justos títulos de seus depositantes (padrão esse que havia infelizmente se tornado quase tradicional nos Estados Unidos desde o Pânico de 1819). Nevada havia iniciado a sequência já em outubro de 1932, mas somente 9 em cada 20 bancos se aproveitaram do feriado estadual, enquanto os outros permaneceram abertos.[4] A Louisiana decretou um breve feriado para os bancos em dificuldades de Nova Orleans no começo de fevereiro, mas o movimento do feriado bancário começou mesmo com o decreto do governador William Comstock, de Michigan, de um feriado de oito dias em 14 de fevereiro de 1933.[5] Essa ação precipitou as corridas bancárias e a deflação na segunda parte de fevereiro. Afinal, se um estado podia, impunemente, destruir dessa maneira o direito de propriedade, então outros também poderiam destruí-lo – como de fato destruíram – e os depositantes deram início a uma intensa corrida para tirar seu dinheiro dos bancos.

> sitantes de poupança e a prazo. Quando o problema chegou a seu ponto máximo, em janeiro de 1933, praticamente todos os bancos em St. Louis enfrentavam fortes retiradas de… depositantes de poupança, mas sua dificuldade com os depositantes à vista eram mínimas. Foi assim na maior parte do país.

F. R. von Windegger e W. L. Gregory, em Irving Fisher, ed., *100% Money* (New York: Adelphi Press, 1935), pp. 150–51.

[4] Ver Jesse H. Jones e Edward Angly, *Fifty Billion Dollars* (Nova York: Macmillan, 1951), pp. 17ss.

[5] Detroit havia sofrido uma expansão particularmente excessiva durante o *boom*, e frenéticos esforços de Hoover e de seu governo, junto com os industriais de Detroit e com os bancos de Nova York, no sentido de salvar os principais bancos de Detroit, fracassaram diante da devoção ao empreendedorismo privado e à verdadeira responsabilidade privada de Henry Ford e do senador Couzens, de Michigan: ambos recusaram-se a subsidiar um sistema bancário insustentável. Ver ibid., pp. 58–65. Ver também Lawrence E. Clark, *Central Banking Under the Federal Reserve System* (Nova York: Macmillan, 1935), pp. 226ss.; Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare* (Nova York: D. Van Nostrand, 1949), pp. 285ss. O doutor Anderson, supostamente um defensor do *laissez-faire*, da moeda sólida, e do direito de propriedade, foi tão longe na direção oposta que censurou os estados por não decretar ainda mais feriados bancários. Ele declarou que a moratória bancária deveria ter valido para 100% e não para 95% dos depósitos bancários, e também atacou a Câmara de Compensação por não ter emitido vastas quantidades de papel moeda durante a crise.

É em momentos como *esse* que a capciosidade dos argumentos dos defensores de nossos sistema bancário de reservas fracionárias, que dizem que ele é tão sólido quanto a construção de pontes – estimando que apenas alguns habitantes da área vão cruzá-la num dado momento – fica patente. Afinal, ninguém tem a posse proprietária legal da ponte, como tem de seus depósitos bancários. Em momentos como esse, também fica claro que os depósitos bancários na verdade não são moeda – nem num papel, e nem um padrão ouro – , mas meros *substitutos* da moeda, que servem ordinariamente como moeda, mas que revelam sua verdadeira identidade quando a confiança nacional começa a desabar.

Diante do pedido dos banqueiros para que o governo os salvasse das consequências de seus próprios erros, um estado após o outro, começando com Indiana, decretou moratórias e feriados bancários. O governador Ritchie, de Maryland, decretou um feriado bancário de três dias em 24 de fevereiro. Em 27 de fevereiro, os bancos membros da Associação da Câmara de Compensação de Cleveland decidiram arbitrariamente limitar os saques em todas as suas filiais, e nenhuma autoridade governamental apareceu para impedir essa óbvia infração dos direitos de propriedade. Eles foram imediatamente seguidos pelos bancos de Akron e de Indianápolis. Em 27 de fevereiro, as assembleias legislativas de Ohio, da Pensilvânia e de Delaware autorizaram as autoridades bancárias estaduais a restringir o direito de saque de depósitos. Os estados adotaram essa medida rapidamente e praticamente sem debate. As leis foram torcidas por baixo da velha desculpa política de que o público pagador de impostos e eleitor tem de permanecer ignorante em relação à situação para que não haja pânico.[6] É dessa maneira que os "representantes do povo" costumam tratar aqueles que supostamente são seus superiores.

Um dos aspectos irônicos dessa situação era o fato de que muitos bancos nacionais, que haviam trabalhado duro para manter-se numa posição ao menos relativamente sólida, não queriam valer-se do privilégio especial do feriado bancário, e tiveram de ser coagidos a isso. Como diz Willis:

> em muitos casos, os bancos nacionais… não queriam tomar parte nos feriados nos municípios em que estavam situados. Nesses casos, eles tinham se colocado em posição de responder a todas as reivindicações a que poderiam estar sujeitos, e desejavam naturalmente demonstrar aos depositantes e aos

[6] Ver H. Parker Willis, "A Crisis in American Banking", em Willis e John M. Chapman, eds., *The Banking Situation* (Nova York: Columbia University Press, 1934), pp. 9ss. As leis do feriado ou (a) proibiam os bancos de resgatar os fundos dos depositantes, ou (b) permitiam que os bancos escolhessem a proporção de créditos que pagariam, ou (c) estabeleceriam a proporção de créditos que os depositantes poderiam resgatar.

> consumidores sua capacidade de enfrentar e de vencer os obstáculos do momento, tanto como serviço a esses consumidores, como evidência de sua própria confiabilidade. Então veio aquilo que foi considerado… a necessidade ou a conveniência de coagir… os bancos sólidos da comunidade a aceitar o padrão julgado essencial para as instituições menos líquidas e não tão bem gerenciadas.[7]

Quando chegou 4 de março, todos os estados do país já haviam declarado um feriado bancário, e estava pronto o cenário para o fechamento dramático e ilegal dos bancos por parte do presidente Roosevelt. Estava pronto o cenário, aliás, com a plena colaboração do governo que partia; no fim de fevereiro, o Congresso, com a aquiescência do presidente Hoover, aprovou uma lei que permitia que os bancos nacionais cooperassem com os feriados bancários estaduais. E o Office of the Comptroller of Currency [Escritório de Controle Monetário] prestativamente redigiu um projeto de lei uniforme de feriado bancário para ajudar as diversas assembleias legislativas a redigir os seus projetos.

O presidente Roosevelt fechou todos os bancos do país por uma semana inteira, de 6 a 13 de março, e muitos bancos permaneceram fechados ainda mais tempo.[8] Era um toque final de ironia que a única aparência de base jurídica para esse decreto fosse o Trading with the Enemy Act [Lei de Comércio com o Inimigo] da Primeira Guerra Mundial! As restrições ao dito "entesouramento" continuaram depois, e muito ouro entesourado voltou para os bancos após uma ameaça do Federal Reserve publicar uma lista, para o total escárnio público, dos principais "entesouradores de ouro".[9] Logo ficou claro que, com o advento do governo Roosevelt, o padrão ouro americano estava condenado.

Após eleger-se e antes do início do mandato, Roosevelt foi muito recriminado, principalmente por partidários de Hoover, por "não cooperar" na solução da crise bancária. Certamente é verdade que o medo do iminente radicalismo monetário de Hoover, e das investigações do senador Glass, que forçaram Charles E. Mitchell a renunciar ao cargo de presidente do

---

[7] Ibid., p. 11. Em Nova York, a pressão para o fechamento dos bancos veio dos bancos do norte do Estado, e não dos de Wall Street.

[8] Ver ibid. Comstock, governador de Michigan, que havia iniciado o furor, naturalmente estendeu esse feriado para além do período original de oito dias.

[9] Para que não se pense que Hoover nunca teria contemplado ir tão longe, Jesse Jones relata que Hoover, durante a crise bancária, contemplava seriamente invocar uma lei esquecida dos tempos de guerra que criminalizava o entesouramento! Ibid., p. 18.

National City Bank, contribuíram para o pânico bancário. Mas o fato importante é que os sistema bancário havia chegado a um impasse crítico. Normalmente, no plácido curso dos acontecimentos, reformas econômicas radicais (no sentido de terem longo alcance), defrontam-se com a resistência e com a inércia daqueles que se movem junto com a maré cotidiana. Mas aqui, na crise de 1933, os bancos não podiam mais continuar como estavam. Era preciso fazer alguma coisa. Havia, essencialmente, dois caminhos possíveis. Um foi o caminho tomado por Roosevelt: a destruição dos direitos de propriedade dos depositantes bancários, o confisco de ouro, a supressão dos direitos monetários do povo, e a colocação do governo federal no comando de um motor inflacionário imenso e controlado. O outro caminho teria sido aproveitar a oportunidade para despertar o povo americano para a verdadeira natureza de seu sistema bancário, e assim voltar, de um só golpe, a uma moeda verdadeira sólida e confiável.

O método de *laissez-faire* teria permitido que os bancos do país fechassem – como provavelmente teriam sem a intervenção governamental. Os bancos falidos poderiam então ter sua propriedade transferida para seus depositantes, que assumiriam os ativos investidos congelados dos bancos. Teria havido uma deflação imensa, mas breve, com a queda da oferta monetária nacional para praticamente 100% do estoque de ouro. Os depositantes seriam "poupadores forçados" dos ativos bancários existentes (empréstimos e investimentos). A cirurgia purgatória teria acabado, de uma vez por todas, com o sistema de reservas fracionárias, intrinsecamente falido, teria daí em diante lastreado os empréstimos e investimentos na poupança voluntária das pessoas e não no crédito estendido artificialmente, e teria trazido ao país uma base monetária verdadeiramente sólida e confiável. A ameaça de inflações e de depressões teria acabado para sempre, e o cenário estaria completamente pronto para a recuperação da crise existente. Mas essa política teria sido descartada por ser "inviável" e radical, no momento exato em que a nação pôs-se firmemente no caminho "viável" e radical da inflação, do socialismo e da perpetuação da depressão por quase uma década.

O presidente Hoover, naturalmente, não chegou nem perto de defender a política de moeda sólida e de *laissez-faire*. Hoover e seus partidários criaram o mito de que tudo teria ficado bem se Roosevelt tivesse "cooperado" com Hoover antes do início do mandato, mas exatamente o que teria sido essa cooperação? Em grande parte, um acordo conjunto quanto a feriados bancários nacionais parciais ou totais, e quanto a uma proposta de Hoover de garantias federais temporárias dos depósitos bancários –

medidas inflacionistas e estatistas que Roosevelt logo viria a adotar.[10] [11] Além disso, como *pièce de résistance*, a campanha pelo abandono do padrão ouro continuava vindo dos altos escalões do próprio governo Hoover; especificamente, de Mills, secretário do Tesouro, e de Arthur Ballantine, subsecretário.[12]

Salários, horas e emprego durante a depressão

Hoover deixou o cargo em março de 1933, no ponto mais baixo da maior depressão na história americana. A produção havia caído mais da metade; a produção industrial, que estava num índice de 114 em agosto de 1929, caiu para 54 em março de 1933. O desemprego persistia em 25% da força de trabalho, e o produto nacional bruto também havia caído quase pela metade. O golpe mais duro foi sofrido pelo investimento, especialmente em construção, que caiu de US$ 8,7 bilhões em 1929 para US$ 1,4 bilhão em 1933. Esse não é o único indício de que a depressão bateu mais forte nas indústrias de bens de capital.

O índice de produção de bens *não-duráveis* caiu de 94 para 66 entre agosto de 1929 e março de 1933 – uma queda de quase 30%; o índice de produção de bens *duráveis* caiu de 140 para 32 no mesmo período, uma queda de 77%. O emprego nas fábricas caiu 42%; a produção de ferro gusa caiu impressionantes 85%; o valor dos contratos de construção caiu 90%

[10] Havia uma tendência recorrente por parte de Hoover e de seus colegas de atribuir toda a culpa da depressão a uma conspiração dos inimigos políticos de Hoover.
Hoover atribuía parte da crise da moeda a comunistas que espalhavam a desconfiança no sistema monetário americano (chama a atenção que fossem necessários comunistas para que surgisse essa desconfiança!); e Simeon D. Fess, presidente do Comitê Nacional Republicano, disse, com toda seriedade, ao final de 1930:

> Há pessoas em altos círculos Republicanos que começam a crer que existe algum esforço concertado em andamento para utilizar o mercado de ações como método para desacreditar o governo. Toda vez que uma autoridade do governo faz uma afirmação otimista sobre as condições econômicas, o mercado inevitavelmente cai.

Edward Angly, org., *Oh Yeah?* (Nova York: Viking Press, 1931), p. 27.

[11] Outra contribuição de Hoover para essa época foi uma tentativa secreta de impedir que a imprensa publicasse toda a verdade a respeito da crise bancária, e sobre as opiniões hostis ao governo. Ver Kent Cooper, *Kent Cooper and the Associated Press* (Nova York: Random House, 1959), p. 157.

[12] De fato, Ballantine escreveu recentemente, e com orgulho: "o abandono [do padrão ouro] não pode ser atribuído a Franklin Roosevelt. Ogden Mills, secretário do Tesouro, e eu, seu subsecretário, havíamos determinado que isso era necessário, muito antes de Franklin Roosevelt assumir o governo." *New York Herald Tribune* (5 de maio de 1958): 18.

depois de julho de 1929, e o valor de alvarás de construção, 94%. Por outro lado, as vendas de lojas de departamentos caíram menos de 50% no período. Considerando as indústrias de bens duráveis (por exemplo, as de construção, de estradas, as metalúrgicas, as siderúrgicas, as madeireiras, as ferroviárias etc.), o col. Leonard P. Ayres estimou que os empregos gerados por elas caíram de 10 milhões em 1929 para 4 milhões em 1932–1933, enquanto os empregos nas indústrias de bens de consumo (por exemplo, de alimentos, as agrícolas, de têxteis, de eletricidade, de combustíveis etc.) caíram apenas de 15 milhões para 13 milhões no mesmo período.[13] Os preços de ações (da indústria) caíram 76% durante a depressão, os preços do atacado caíram 30%, e a oferta monetária total caiu um sexto.

E os salários? Vimos que as políticas de Hoover conseguiram manter os salários bem altos durante os primeiros dois anos da depressão. Todavia, em 1932, com o esgotamento dos lucros, a pressão ficou forte demais, e os salários caíram consideravelmente. A queda total no período de 1929 a 1933, porém, foi de apenas 23% – menos do que a queda nos preços do atacado. Portanto, os salários reais, para aqueles trabalhadores que permaneceram empregados, efetivamente *aumentaram*. Uma excelente investigação do problema de salários e emprego durante a depressão foi feita pelo senhor Sol Shaviro, num ensaio inédito.[14] Shaviro mostra que, em 25 das principais indústrias manufatureiras, o registro de rendimentos médios monetários e reais durante aqueles anos era o seguinte. (Ver TABELA 10 página 337)

Assim vemos que os salários monetários se mantiveram praticamente no mesmo valor nominal até a segunda metade de 1931, ao passo que os salários reais na verdade aumentaram mais de 10%. Só então veio uma queda no salário monetário, sem uma redução muito significativa nos salários reais a partir do pico de 1931. Deve-se notar aqui que, ao contrário dos avisos keynesianos, os preços caíram muito menos drasticamente depois do começo da queda dos salários do que antes. Entre julho de 1929 e junho de 1931, os preços no atacado caíram de 96,5 para 72,1, ou a uma taxa de queda de 1 por mês, ao passo que, entre junho de 1931 e fevereiro de 1933, os preços caíram para 59,8, ou a uma taxa de 0,65 por mês.[15]

[13] Leonard P. Ayres, *The Chief Cause of This and Other Depressions* (Cleveland, Ohio: Cleveland Trust, 1935), pp. 26ss.

[14] Sol Shaviro, "Wages and Payroll in the Depression, 1929–1933" (dissertação de mestrado inédita, Columbia University, 1947).

[15] Ver C. A. Phillips, T. F. McManus, e R. W. Nelson, *Banking and the Business Cycle* (Nova York: Macmillan, 1937), pp. 231–32.

TABELA 10
RENDIMENTO MÉDIO POR HORA EM 25 INDÚSTRIAS MANUFATUREIRAS (100 = 1929)

	Monetário	Real
Junho de 1929	100,0	100,7
Dezembro de 1929	100,0	99,8
Junho de 1930	100,0	102,7
Dezembro de 1930	98,1	105,3
Junho de 1931	96,1	111,0
Dezembro de 1931	91,5	110,1
Junho de 1932	83,9	108,2
Dezembro de 1932	79,1	105,7
Março de 1933	77,1	108,3

Shaviro observa que os empresários, sobretudo os grandes empregadores, foram iludidos pela doutrina de que deveriam seguir uma política "esclarecida" de altos salários, doutrina essa que não apenas lhes foi transmitida pelas ameaças veladas do presidente, como também por economistas e líderes sindicais, que falavam em "manter elevado o poder de compra" para combater a depressão. A queda nos salários tinha sido mais extensiva e muito mais rápida na depressão muito mais branda de 1921; na verdade, até os salários *monetários* subiram levemente até setembro de 1930.[16] Houve mais cortes salariais nas empresas menores do que nas maiores, já que as empresas menores eram menos "esclarecidas", e, além disso, não recebiam tanta atenção do público (e do governo). Além disso, os salários mensais de executivos e depois de outros funcionários foram, de modo geral, muito mais reduzidos do que os salários por hora. De fato, uma razão para as quedas salariais terem enfim se mostrado ineficazes era a moralidade pseudo-humanitária que orientava os cortes quando estes finalmente eram feitos: assim, as reduções eram automaticamente graduadas em função das alíquotas dos trabalhadores, e as maiores alíquotas sofriam as maiores quedas. E as reduções muitas vezes eram abrandadas para trabalhadores com dependentes. Em suma, em vez de tentar ajustar os salários à produtividade marginal, como era desesperadamente neces-

[16] A manutenção de altos salários fez com que muitas empresas preferissem despedir empregados a parecerem que fugiam a suas obrigações, ainda que elas talvez pudessem continuar a operar se tivessem feito essas reduções." Dale Yoder e George R. Davies, *Depression and Recovery* (Nova York: McGraw–Hill, 1934), p. 89.

sário, as empresas alocaram a "perda de renda segundo as bases mais justas e equitativas [sic]… [animadas pelo] desejo de fazer com que o ônus da renda menor recaísse de maneira mais leve possível sobre aqueles menos capazes de suportar a perda". Em suma, cada qual era penalizado segundo suas capacidades, e subsidiado de acordo com a necessidade cuja responsabilidade tinha assumido voluntariamente (seus dependentes).

Era comum que os salários dos executivos fossem aqueles cortados de maneira mais imediata e mais severa, ainda que o grande problema do desemprego *não* existisse entre os executivos, mas entre os trabalhadores de nível mais baixo. O resultado dessa política tragicamente equivocada foi que os cortes salariais certamente criaram pouco ressentimento entre os trabalhadores, mas também pouco fizeram para reduzir o desemprego. Em suma, a atitude da gerência procurou não qual "redução pode ser feita de modo mais fácil, mas sim como economias necessárias em folha de pagamento podem ser feitas com o mínimo de dificuldades para todos os envolvidos". Essa política somente *agravou* as dificuldades gerais, como sempre acontece quando as empresas se desviam de seu devido objetivo de maximizar os lucros.[17]

Enquanto os salários reais por hora subiram, o número de horas efetivamente trabalhadas na indústria caiu drasticamente durante a depressão. A média de horas semanais estava em 48 em 1929, e caiu para menos de 32 em meados de 1932. Em nenhuma das depressões anteriores as horas trabalhadas tinham caído mais de 10%. Essa forma de emprego reduzido era causada pela política de altos salários, forma essa particularmente recomendada pelo governo Hoover, como vimos. Como resultado da queda no número de horas trabalhadas e nos salários por hora, o rendimento semanal médio caiu mais de 40% durante a depressão, e os rendimentos semanais caíram mais de 30%. Mas quem sofreu mais foram os desempregados, cuja porcentagem atingiu 25% em 1932–1933, e alcançou 46% em certas indústrias manufatureiras. A queda em horas-homem trabalhadas, combinada com a queda em rendimentos médios por hora, causou uma queda vertiginosa nas folhas de pagamento totais das fábricas – base do próprio "poder de compra" que a política "esclarecida" supostamente preservaria. A folha de pagamentos total caiu mais de 29% em 1930, ano em que os salários monetários por hora (os rendimentos médios por hora) chegaram a um nível superior ao de 1929, e a folha de pagamento caiu mais de 71% em março de 1933. A folha de pagamentos real caiu mais de 60% no mesmo período.

[17] National Industrial Conference Board, *Salary and Wage Policy in the Depression* (Nova York: Conference Board, 1933), pp. 31–38.

Os teóricos do poder de compra com frequência proferem que a chave da prosperidade é a renda nacional ir mais para os empregados e menos para os lucros: essas condições foram preenchidas do modo que mais os alegraria durante a depressão. Aliás, os lucros agregados foram *negativos* durante 1932 e 1933.

Apesar de os sindicatos não terem sido particularmente importantes nesses anos, equivalendo a apenas 6% da força de trabalho, o professor Levinson mostrou que os sindicatos conseguiram manter para seus trabalhadores salários mais altos do que conseguiram trabalhadores similares não-sindicalizados.[18] Isso demonstra o poder que os sindicatos têm de manter os salários monetários durante uma depressão, agravando desse modo o problema do desemprego, e reforçando os efeitos das injunções e da teoria econômica "esclarecida" de Hoover. Os salários de trabalhadores sindicalizados selecionados caíram apenas entre 6% e 12% no período que vai de 1929 a 1932, ao passo que os salários dos trabalhadores não-sindicalizados caiu entre 14% e 36%.

Levinson observa que há uma íntima relação entre a força do sindicato e a manutenção dos salários em cada indústria específica. Assim, o sindicato na indústria de roupas masculinas havia sido grandemente enfraquecido na década de 1920 por mudanças da indústria de áreas sindicalizadas para áreas não sindicalizadas, tendo portanto de aceitar reduções durante a depressão "para proteger a solvência dos empregados organizados"; os salários nessa indústria caíram cerca de 31% no período que vai de 1929 a 1932.

O compartilhamento de trabalho, que reduzia as horas dos trabalhadores, era mais uma das panaceias favoritas do governo Hoover. Contudo, em 1931 o Comitê Presidencial Emergial para o Emprego reportou que, numa amostra das manufaturas, as fábricas com menos de 1000 empregados sofriam de um problema de desemprego em 75% dos casos, ao passo que 96% das fábricas com mais de 5000 empregados sofriam por causa do desemprego. Oitenta e oito por cento das maiores empresas haviam praticado o compartilhamento de trabalho, ao passo que apenas 53% das menores praticaram-no. Numa conferência empresarial e industrial em 26 de agosto de 1932, Hoover relatou que o compartilhamento de trabalho tinha sido usado por centenas de milhares de trabalhadores.

---

[18] Harold M. Levinson, "Unionism, Wage Trends and Income Distribution: 1914–1947", *Michigan Business Studies* (junho de 1951): 34–47. Hoover e o secretário Lamont tentaram induzir os industriais do país a ser mais favoráveis aos sindicatos, instando-os, em 1930 e em 1931, a encontrar-se em conferências formais com os líderes do trabalho organizado. Ver James O. Morris, "The A. F. of L. in the 1920s: A Strategy of Defense", *Industrial and Labor Relations Review* (julho de 1958): 577–78.

A Conferência nomeou um subcomitê presidido por Walter Teagle, presidente da Standard Oil de Nova Jersey, para insistir em mais compartilhamento, na esperança de devolver o trabalho a dois milhões de pessoas. A Standard Oil deu o exemplo, contratando mais 3000 trabalhadores, acrescentados a seu total de 23000. O slogan adotado foi: "segurança no emprego dividindo o trabalho". Em setembro, William J. Barrett, da Organização Presidencial para a Assistência ao Desemprego, apresentou um relatório abrangente sobre o espalhamento de trabalho. Barrett admitiu que "a gerência incorreu em custos mais elevados ao oferecer emprego para novos trabalhadores". Ele também revelou que a maior proporção de compartilhamento de trabalho estava nas indústrias com maiores dificuldades: isso é, nas indústrias de bens de capital. Isso ilustra o papel que o compartilhamento de trabalho desempenhou no agravamento e na perpetuação do desemprego. Assim, numa amostra de todas as indústrias, a maior proporção de trabalhadores em meio período estava em ramos como maquinário (84,9%), borracha, ferro e aço (79,3%), metalurgia, pedra, gesso e vidro, ao passo que a menor proporção estava nas ferrovias (22,3%), alimentos (26,6%), varejo e atacado, e estabelecimentos comerciais (20,4%). A proporção média de meio-período para a amostra inteira era de 51,6%.[19]

[19] *Monthly Labor Review* 35 (1932): 489ss. e 790ss.

Conclusão: as lições da folha de serviços de Hoover

Hoover enfrentou o desafio da Grande Depressão agindo de maneira rápida e decisiva, na verdade quase que de maneira contínua durante seu mandato, colocando em prática “o maior programa de ataque e de defesa” contra a depressão jamais tentado nos Estados Unidos. Bravamente ele usou todos os “instrumentos” da economia moderna, todo experiente da economia progressista e “esclarecida”, toda faceta do planejamento governamental, para combater a depressão. Pela primeira vez, o *laissez-faire* foi posto de lado com ousadia, e todas as armas governamentais usadas em seu lugar. Os Estados Unidos haviam despertado, e agora estavam prontos para usar o estado em sua força máxima, liberto das velharias do *laissez-faire*. O presidente Hoover foi um líder ousado e audacioso desse despertar. Segundo cada um dos dogmas “progressistas” de nossa época, ele teria terminado seu mandato como um grande herói; em vez disso, ele deixou os Estados Unidos na mais absoluta e completa ruína – ruína essa sem precedentes em duração e em intensidade.

Qual foi o problema? A teoria econômica demonstra que somente a inflação governamental pode gerar um ciclo de *boom* e depressão, e que a depressão será prolongada e agravada pela inflação e por outras medidas intervencionistas. Ao contrário do mito do *laissez-faire*, mostramos neste livro como a intervenção do governo gerou o *boom* insustentável da década de 1920, e como a nova orientação de Hoover agravou a Grande Depressão com medidas de enorme interferência. É preciso, finalmente, retirar a culpa da Grande Depressão dos ombros da economia de livre mercado, e colocá-la em seu devido lugar: diante dos políticos, dos burocratas e da multidão de economistas “esclarecidos”. E, em todas as outras depressões, passadas ou futuras, será sempre a mesma história que teremos.

Apêndice: o governo e o produto nacional entre 1929 e 1932

Na nota 21 do capítulo IX, explicamos como chegamos a nossa estimativa do grau de depredação do governo sobre o produto privado nacional. O pressuposto crítico é o questionamento do postulado ortodoxo de que os gastos do governo, *ipso facto*, representam um acréscimo líquido ao produto nacional. Essa visão é claramente distorcida. O gasto só mede a produtividade da economia privada porque esse gasto é voluntário em relação a serviços prestados. Quanto ao governo, a situação é inteiramente distinta: o governo adquire seu dinheiro por meio da coerção, e seu gasto não tem qualquer relação necessária com os serviços que ele pode estar oferecendo ao setor privado. Na verdade, não há modo de estimar esses serviços. Além disso, cada dólar recrutado pelo governo priva o cidadão de fazer gastos que ele preferiria ter feito. É portanto muito mais realista fazer o pressuposto *contrário*, como fazemos aqui, de que todos os gastos do governo são claras depredações da produtividade e do produto privados, e não acréscimos a eles. Qualquer pessoa que creia que o desperdício governamental *seja de mais de 50%* há de conceder que nosso pressuposto é mais realista do que o pressuposto padrão.

A fim de estimar a medida da depredação do governo sobre o produto privado, primeiro encontramos o produto privado deduzindo "produto" ou "renda" com origem no governo e no "governo como empreendimento" – isso é, o pagamento de salários governamentais – do Produto Nacional Bruto. Assim temos o Produto Privado Bruto. As depredações do governo sobre esse PPB consistem nos recursos que o governo retira do setor privado, isso é, as despesas totais ou receitas, o item que for maior. Esse total, subtraído do PPB, mostra o produto privado que permanece em mãos privadas, que podemos chamar de PPP. A porcentagem da depredação governamental do Produto Privado Bruto mostra uma estimativa do ônus das operações fiscais do governo sobre a economia privada.[20]

[20] Convencionalmente se afirma, como por exemplo no caso do professor Due, que não deveríamos incluir as *transferências* governamentais, como os pagamentos de socorro, em quaisquer despesas deduzidas porque as transferências não fazem parte dos dados originais do PNB. Mas a consideração importante é que os *impostos* (ou déficits) que financiam as transferências *funcionam* como drenos ao produto nacional, e portanto devem ser subtraídos do PPB para chegarmos ao PPP. Due diz que, ao estimar o tamanho relativo das atividades privada e governamental, as transferências não deveriam ser incluídas porque elas "meramente transferem o poder de compra" de um conjunto de mãos privadas para outro, sem que o governo esgote os recursos. Mas essa "mera transferência" é tão ônus sobre os produtores privados, tão transferência da produção voluntária para o privilégio criado pelo estado, quanto quaisquer outros gastos do governo. Trata-se de um uso de recursos induzido pelo governo. John F. Due, *Government Finance* (Homewood, Ill: Richard D. Irwin, 1954), pp. 64, 76–77.

Se os gastos do governo são maiores do que as receitas, então o déficit é um dreno aos recursos privados – seja financiado pela emissão de moeda nova ou pelo empréstimo de poupança privada – e por isso a cifra dos gastos é escolhida como medida da depredação governamental do setor privado. Se as receitas forem maiores, então o superávit drena o setor privado por meio de impostos, e as receitas podem ser consideradas o ônus sobre o setor privado.[21]

Um problema significativo criado pelas extravagâncias das estatísticas oficiais – mais uma vez, felizmente esse problema não é significativo para o período que estudamos – é que as estatísticas oficiais agrupam a maior parte das *empresas* do governo (basicamente as agências governamentais que cobram taxas) no setor privado, e não no setor governamental. Portanto, não existem números disponíveis para os gastos totais ou para as receitas totais das empresas estatais – ainda que *existam* números distintos para os salários pagos pelas empresas estatais, ou a "renda com origem" nelas. Abaixo apresentaremos estimativas aproximadas das empresas estatais para esses anos.

Além disso, não deduzimos, como fazem as contas do departamento de Comércio dos gastos do governo, os juros *recebidos* dos juros pagos pelo governo, a fim de chegar a um número de "juros líquidos pagos". Pelo contrário, a quantidade inteira paga pelo governo é deduzida de recursos privados e deve portanto ser incluída; ao passo que "juros recebidos" são uma receita do setor privado, e devem ser incluídos na estimativa das receitas governamentais.

Aqui apresentamos os dados não apenas para o produto bruto, mas também para o produto líquido, que também têm interesse. O Produto Nacional Líquido é o Produto Nacional Bruto menos a depreciação e outros custos de consumo de capital, e se considerarmos o produto privado como renda líquida sem drenos ao valor do capital, então estimaríamos a porcentagem da depredação governamental sobre o produto privado líquido.[22]

---

[21] Um superávit superestima levemente a medida da depredação se for usado para deflacionar a oferta monetária, e as despesas do governo exageram levemente a medida da depredação ao levar em conta a quantidade de impostos governamentais aplicadas aos próprios burocratas do governo. A quantidade de distorção, contudo, é pequena, particularmente para o período que vai de 1929 a 1932, e é menor do que a distorção de usar o PNB em vez do PPB, e assim contar o pagamento governamental de salários como algo equivalente ao "produto" do governo.

[22] Claro que os números oficiais nem sempre são estimativas precisas da verdadeira depreciação. Para uma discussão clara das vantagens e das desvantagens de se usar medidas *líquidas* ou *brutas* do ônus governamental sobre a economia, ver *The Tax Burden In Relation To National Income and Product* (Nova York: Tax Foundation, 1957).

A Tabela I apresenta o Produto Nacional Bruto e o Produto Nacional Líquido em valores correntes. (Os dados desta tabela e das seguintes vêm de *U.S. Income and Output*, Department of Commerce, novembro de 1958; e de *National Income, 1954 Edition*, Departmente of Commerce.)

TABELA I
PRODUTO NACIONAL
(em bilhões de dólares)

	Produto Nacional Bruto	Produto Nacional Líquido
1929	104,4	95,8
1930	91,1	82,6
1931	76,3	68,1
1932	58,5	50,9

Nosso passo seguinte é encontrar o produto bruto do governo e das empresas estatais, ou a "renda com origem no governo e nas empresas estatais". A Tabela II apresenta esses dados para os governos e para as empresas estatais em nível federal e estadual e municipal.

TABELA II
RENDA COM ORIGEM NO GOVERNO
(em bilhões de dólares)

	Governo Federal	Empresas do Governo Federal	Governos Estaduais e Municipais	Empresas dos Governos Estaduais e Municipais	Total do Governo e das Empresas Estatais
1929	0,9	0,6	3,4	0,2	5,1
1930	0,9	0,6	3,6	0,2	5,3
1931	0,9	0,6	3,7	0,2	5,4
1932	0,9	0,5	3,6	0,2	5,2

Deduzindo o número total da renda com origem no governo e nas empresas estatais do PNB, chegamos ao Produto Privado Bruto (e do PNL chegamos ao Produto Privado Líquido). Isso aparece na Tabela III.

TABELA III
PRODUTO PRIVADO
(em bilhões de dólares)

	PNB	PNL	Renda Total com Origem no Governo e em Estatais	Produto Privado Bruto	Produto Privado Líquido
1929	104,4	95,8	5,1	99,3	90,7
1930	91,1	82,6	5,3	85,8	77,3
1931	76,3	68,1	5,4	70,9	62,7
1932	58,5	50,9	5,2	53,3	45,7

A Tabela IV apresenta nossas estimativas de gastos do governo sem incluir as empresas estatais. Como indicamos anteriormente, “juros recebidos” que tenham sido deduzidos de “juros pagos” pelo governo para chegar ao número do departamento de Comércio para os gastos do governo, foram re-incluídos; igualmente, por razões similares, “superávits das empresas estaduais e municipais”, que o departamento de Comércio deduziu de seu agregado de gastos estaduais e municipais, foram re-incluídos em nossas estimativas.

TABELA IV
GASTOS DO GOVERNO

	Gastos Federais	Gastos Estaduais e Municipais	Total de Gastos do Governo
1929	2,9	8,2	11,1
1930	3,1	8,9	12,0
1931	4,4	8,9	13,3
1932	3,4	8,0	11,4

As estimativas das despesas das empresas estatais são divisíveis em duas partes: renda com origem nelas (isso é, salários de empregados), dado disponível no departamento de Comércio, e compras de empresas, dado que simplesmente não está disponível. Nem o departamento de Comércio nem o Tesouro têm dados disponíveis para as compras de empresas. As únicas estimativas que podemos obter, portanto, são bastante arbitrárias, verdadeiros chutes. O professor Fabricant preparou dados para o ano *fiscal*

de 1932 (até agora usamos apenas anos do calendário) do total de compras das empresas pelo governo em âmbito federal, estadual e municipal, *incluindo* as empresas estatais.[23] Fabricant estima que o total de compras federais das empresas, tanto do governo como das estatais, seja de US$ 1,02 bilhão para o 1931–1932. A média do número do departamento de Comércio para os compras do governo das empresas para 1931 e 1932 é de US$ 540 milhões. Podemos estimar portanto que os gastos das *empresas* federais com bens das empresas seja de US$ 480 milhões para 1931–1932.

Em âmbito estadual e municipal, Fabricant estima que o governo gastou um total de US$ 4,08 bilhões em produtos empresariais em 1931–1932; a média de 1931–1932 para as compras gerais estaduais e municipais das empresas, segundo o departamento de Comércio, é de US$ 3,48 bilhões. Isso faz com que a estimativa de compras feitas das empresas pelas estatais estaduais e municipais em 1931–1932 seja de US$ 600 milhões.

Infelizmente, Fabricant não apresenta números para nenhum outro ano de nosso período nos níveis estadual e municipal. Para as compras federais das empresas, Fabricant estima que o total, para governo e estatais, seja de US$ 880 milhões para o ano *fiscal* de 1929. Infelizmente, não temos dados para 1928; usando o ano do calendário de 1929, portanto, chegamos a US$ 360 milhões, como estimativa do departamento de Comércio para compras do governo. Subtraindo esse valor do número de Fabricant, chegamos a uma estimativa aproximada de US$ 520 milhões para as compras das estatais federais das empresas durante 1929.

Extrapolando essas cifras aproximadas em estimativas para as estatais federais, estaduais e municipais para cada um desses anos certamente é arbitrário, mas certamente seria ainda *mais* arbitrário simplesmente ignorar o problema, permitindo que as empresas estatais fiquem parcialmente alojadas no setor privado. Vamos portanto presumir que, em cada um dos anos que nos interessam, as estatais federais gastaram US$ 500 milhões nos produtos das empresas, e que as estatais estaduais e municipais gastaram US$ 600 milhões. Nossas estimativas para os gastos das empresas estatais são as que estão na Tabela V.

[23] Solomon Fabricant e Robert E. Lipsey, *The Trend of Government Activity in the United States Since 1900* (Nova York: National Bureau of Economic Research, 1952), pp. 222–34.

TABELA V
GASTOS DAS EMPRESAS ESTATAIS
(em bilhões de dólares)

	Renda com Origem no Governo Federal	Compras Federais das Empresas	Renda com Origem nos Governos Estaduais e Municipais	Compras Estaduais e Municipais das Empresas	Total de Gastos das Estatais
1929	0,6	0,5	0,2	0,6	1,9
1930	0,6	0,5	0,2	0,6	1,9
1931	0,6	0,5	0,2	0,6	1,9
1932	0,5	0,5	0,2	0,6	1,8

O total geral de despesas para o governo e para as estatais nesses anos é portanto o que está na Tabela VI.

TABELA VI
GASTOS DO GOVERNO E DAS EMPRESAS ESTATAIS
(em bilhões de dólares)

	Federal	Estadual e Municipal	Total
1929	5,2	8,8	14,0
1930	4,4	9,1	13,5
1931	3,4	9,0	12,4
1932	3,0	8,5	11,5

Quais foram as receitas governamentais naqueles anos? Aqui podemos tomar os dados do departamento de Comércio, acrescentando a eles "juros recebidos", nos âmbitos tanto federal quanto estadual e municipal. Quanto às empresas estatais, podemos simples e aproximadamente presumir que suas receitas compensaram seus gastos, e estimá-los do mesmo jeito, *com a exceção de que* sabemos, pelo departamento de Comércio, o superávit corrente das empresas estaduais e municipais, que podemos acrescentar aos dados das receitas. O total estimado de receitas do governo e das estatais é apresentado na Tabela VII. Pode-se pensar que, para chegar ao maior número agregado para gastos ou receitas governamentais para cada ano, simplesmente somamos as receitas federais, estaduais e municipais, e

fazemos o mesmo com as despesas, e vemos qual dos dois é maior. Isso, porém, não é correto. Sempre que temos centros independentes de atividade governamental, os déficits e os superávits desses centros *não* cancelam uns aos outros em seu impacto sobre a economia privada. Suponhamos hipoteticamente que, num ano qualquer, o governo estadual de Illinois tenha um superávit fiscal de US$ 200 milhões, enquanto o de Nova York tenha um déficit de US$ 200 milhões. Se quisermos dados do impacto governamental dos estados de Illinois e de Nova York combinados, nós *não* simplesmente agregamos receitas e despesas e as comparamos, porque o superávit fiscal de Illinois drena o setor privado, e o déficit de Nova York também drena o setor privado. O passo ideal, portanto, é tomar as receitas ou as despesas de cada estado ou município, o item que for maior, e somar esses números *maiores*, junto com o número maior do orçamento federal, para estimar o impacto fiscal total de todos os níveis do governo. Com os dados de que dispomos, só podemos fazer isso de um lado com os níveis estadual e municipal, e de outro com o federal.[24]

TABELA VII
RECEITAS DO GOVERNO E DAS EMPRESAS ESTATAIS

	Federal	Estadual e Municipal	Total Governamental
1929	5,2	8,8	14,0
1930	4,4	9,1	13,5
1931	3.4	9,0	12,4
1932	3,0	8,5	11,5

Enfim, na Tabela VIII, podemos estimar as “depredações do governo” nos âmbitos federal, estadual e local (incluindo as estatais), e compará-las com os dados para o produto privado.

[24] Como, em nossos números, os governos estaduais e municipais já estão agrupados, nossas estimativas, desde esse ponto de vista, vão *subestimar consideravelmente o ônus fiscal do governo sobre o setor privado.*

TABELA VIII
O GOVERNO E O PRODUTO PRIVADO
(em bilhões de dólares)

	Produto Privado Bruto	Produto Privado Líquido	Depredação Federal	Depredação Estadual e Municipal	Depredação Governamental Total
1929	99,3	90,7	5,2	9,0	14,2
1930	85,8	77,3	4,4	9,7	14,1
1931	70,9	62,7	5,5	9,7	15,2
1932	53,3	45,7	4,4	8,8	13,2

	Produto Privado Restante (Bruto)	Produto Privado Restante (Líquido)
1929	85,1	76,5
1930	71,7	63,2
1931	55,7	47,5
1932	40,1	32,5

	Porcentagem de Depredação Federal do PPB	Porcentagem de Depredação Estadual e Municipal do PPB	Porcentagem de Depredação Total do PPB
1929	5,2	9,1	14,3
1930	5,1	11,3	16,4
1931	7,8	13.7	21,5
1932	8,3	16.5	24,8

	Porcentagem de Depredação Federal do PPL	Porcentagem de Depredação Estadual e Municipal do PPL	Porcentagem de Depredação Total do PPL
1929	5,8	9,9	15,7
1930	5,7	12,5	18,2
1931	8,8	15,5	24,3
1932	9,6	19,3	28,9

Vemos aqui, em alto relevo, o registro do enorme aumento do ônus fiscal do governo durante a depressão, de 1929 a 1932. A porcentagem de depredações federais do produto privado subiu de aproximadamente 5% para 8% do PPB, e de 6% para 10% do PPL; as depredações estaduais e municipais subiram de 9% para 16% do PPB, e de 10% para 19% do PPL. O total de depredações do governo subiu de 14% para 25% do PPB, e de 16% para 19% do PPL, não muito longe de dobrar o ônus!

Índice analítico

Nota do tradutor: as traduções dos nomes de organizações estatais e privadas não traduzidas no índice encontram-se entre colchetes no corpo do livro.